



T.C.

UFUK ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN BİLİM DALI

**KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ VE ÜLKEMİZDE KURUMSAL
YÖNETİM İLKELERİNE UYUM SÜRECİNİN GELİŞMİŞ
ÜLKELERDEN ABD VE İNGİLTERE ENDEKSLERİYLE
KARŞILAŞTIRILMASI**

ESMA URUÇBEY

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2017

**KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ VE ÜLKEMİZDE KURUMSAL YÖNETİM
İLKELERİNE UYUM SÜRECİNİN GELİŞMİŞ ÜLKELERDEN ABD VE
İNGİLTERE ENDEKSLERİYLE KARŞILAŞTIRILMASI**

Esmâ URUÇBEY

Yüksek Lisans Tezi

T.C.
Ufuk Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
Uluslararası Ticaret ve Finansman Bilim Dalı

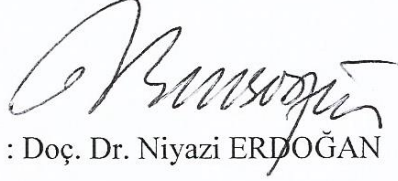
Tez Danışmanı
Doç. Dr. Niyazi ERDOĞAN

Ankara, 2017

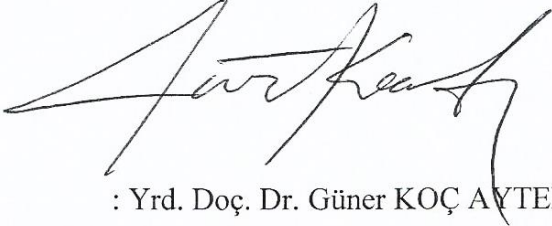
KABUL VE ONAY

Esmâ URUÇBEY tarafından hazırlanan "Kurumsal Yönetim Endeksi ve Ülkemizde Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Gelişmiş Ülkelerden ABD ve İngiltere Endeksleriyle Karşılaştırılması" başlıklı bu çalışma, 16/03/2017 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

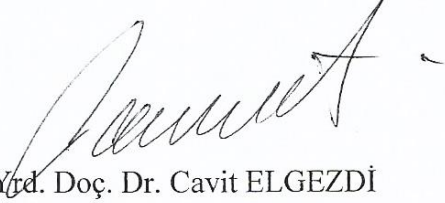
Başkan, Danışman


: Doç. Dr. Niyazi ERDOĞAN

Üye


: Yrd. Doç. Dr. Güner KOÇ AYTEKİN

Üye


: Yrd. Doç. Dr. Cavit ELGEZDİ

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.





Prof. Dr. Mehmet TOMANBAY
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

† Tezimin 2 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.



16/03/2017

Esmâ URUÇBEY

TEŞEKKÜR

Tez çalışmasına adım atabilmem için beni derslerde bilginin ve araőtırmanın önemi üzerindeki davranıőlarıyla etkileyen ve tez çalışmam boyunca bana her konuda yardımcı olan, bilgi ve tecrübesiyle yoluma ışık tutan değerli hocam ve tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Niyazi ERDOğAN'a; eğitim ve öğretim hayatım süresince bana maddi ve manevi destek olan değerli aileme ve bu süreçte benden teknik donanım desteğini esirgemeyen abim Hakan URUÇBEY'e; eğitim öğretim hayatıma benimle birlikte eőlik eden arkadaşlarıma ve tez çalışması sürecinde bilgi alışveriőinde bulunduğum arkadaşım Nail GÖKSU'ya; ayrıca beni baőladıęım bu çalıőmayı bitirebileceğim konusunda cesaretlendiren ve moral veren Umut Can SARIKAYA'ya teőekkürü bir borç bilirim.

ÖZET

URUÇBEY, Esmâ. Kurumsal Yönetim Endeksi Ve Ülkemizde Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Gelişmiş Ülkelerden ABD ve İngiltere Endeksleriyle Karşılaştırılması, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2017.

Ülkemizdeki kurumsal yönetim yapısının incelenerek bu yapı/yapılar çerçevesinde uygulamak ve geliştirilmek üzere SPK tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri oluşturulmuştur. Bu ilkeler şirketlerin, kurumsal yönetimi ana bölümleri itibarıyla düzenli ve kolay uygulayabilmesine olanak tanımıştır. Ülkemize ABD ve İngiltere'den esinlenerek gelen kurumsal yönetim ilkelerinin borsalar tarafından uygulanması, şirketlerin bu ilkeler ile hareket etmesine neden olmuştur.

Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nin değerlendirilmesinin yapılarak bu endeksin BİST içerisindeki yerinin saptanması bu çalışmanın temel araştırma konularından birisidir. Aynı zamanda Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki şirketlerin bu endekse dâhil olma süreçleri ve çeşitli ulusal ve uluslararası kuruluşlar tarafından değerlendirilmesi, gelişmiş ülkelerden ABD ve İngiltere'nin kurumsal yönetim çerçevelerinin incelenmesi, bu ülkelerin endekse dâhil ettikleri şirketler hakkında bilgi edinilmesi ve son olarak ülkemizdeki kurumsal yönetim endeksinin ABD ve İngiltere endeksleriyle karşılaştırılması bu çalışmanın amaç ve kapsamını oluşturmaktadır.

Temel olarak, bu çalışmada, borsalarda yer alan şirketlerin kurumsal yönetim standartları ile işlem görmeye başladığı öğrenilmiş ve çalışmanın ilerleyen bölümlerinde kurumsal yönetim kavramının kurumsal yönetim endeksini meydana getirdiği görülmektedir. Kurumsal yönetim endeksi ve diğer endekslerin karşılaştırmasını konu edinen bu tez çalışması amacı açısından temel ve uygulamalı; yürütüldüğü ortam açısından kitap, internet ve kitap dışı yayınlar; yöntem açısından ise durum belirleyici olarak hazırlanmıştır.

Anahtar Sözcükler

Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Endeksi, Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, Borsa İstanbul, New York Menkul Kıymetler Borsası, Londra Menkul Kıymetler Borsası

ABSTRACT

URUCBEY, Esma. Corporate Governance Index And The Period Of Compliance With The Corporate Governance Principles In The Our Country Compared To Developed Countries' US And UK Indices, Master's Thesis, Ankara, 2017.

The Corporate Governance Principles have been established by the Capital Markets Board (CMB) in order to examine and apply the corporate governance structure within the framework of these structures. These principles enable companies to implement corporate governance regularly and easily in the main sections. The implementation of the concept of corporate governance, inspired by the US and the UK, by the stock markets in my country has led companies to act with this concept.

The evaluation of the Stock Exchange Istanbul Corporate Governance Index and the determination of the location of this index in the BİST is one of the main research topics of this study. At the same time, the companies in the Borsa Istanbul Corporate Governance Index are evaluated by this index inclusion process and various national and international organizations, examining the corporate governance frameworks of the USA and UK from developed countries, obtaining information about the companies they have included in indices and finally, the comparison of the management index with the US and UK indices constitutes the purpose and scope of this study.

Basically, in this study, it has been learned that stock market corporations are beginning to deal with corporate governance standards and it is seen that the concept of corporate governance in the later part of the study has brought about the corporate governance index. This thesis study, which is about the comparison of corporate governance index and other indices, is basic and applied in terms of purpose; Books, internet and non-book publications in terms of the environment in which they operate; And in case of method, it is prepared as a determinant.

Key Words

Corporate Governance, Corporate Governance Index, Corporate Governance Rating, Stock Market Istanbul, New York Stock Exchange, London Stock Exchange

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI	0
BİLDİRİM SAYFASI	0
TEŞEKKÜR SAYFASI	i
TÜRKÇE ÖZET SAYFASI	ii
İNGİLİZCE ÖZET SAYFASI	iii
İÇİNDEKİLER DİZİNİ	iv
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ	ix
ÇİZELGELER DİZİNİ	xi
ŞEKİLLER DİZİNİ	xiii
ÖNSÖZ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: NEDİR BU KURUMSAL YÖNETİM?	2
1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı	2
1.1.1. Kurumsal Yönetim Tanımlamaları.....	4
1.1.2. Kurumsal Yönetim Esas İlkeleri.....	6
1.1.2.1. Kurumsal Yönetimin Adillik İlkesi.....	7
1.1.2.1. Kurumsal Yönetimin Sorumluluk İlkesi.....	8
1.1.2.1. Kurumsal Yönetimin Şeffaflık İlkesi.....	9
1.1.2.1. Kurumsal Yönetimin Hesap Verilebilirlik İlkesi.....	10
1.2. Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulayan Ülkeler	13
1.2.1. Anglosakson Kurumsal Yönetim Sistemi.....	14
1.2.2. Alman Kurumsal Yönetim Sistemi.....	15
1.2.3. Latin Kurumsal Yönetim Sistemi.....	15
1.2.4. Japon Kurumsal Yönetim Sistemi.....	16
1.3. Kurumsal Yönetimin Artan Önemi ve Potansiyel Faydaları	17
1.3.1. Kurumsal Yönetimin Artan Önemi.....	18
1.3.2. Kurumsal Yönetimin Potansiyel Faydaları.....	19

İKİNCİ BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİM VE TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ’NİN DOĞUŞU.....	21
2.1. Türkiye’nin Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Süreci.....	21
2.1.1. TÜSİAD Tarafından Yayımlanan Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu	23
2.1.1.1. OECD ve TÜSİAD Kurumsal Yönetim İlkelerinin Karşılaştırılması.....	24
2.1.1.2. Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının İlkeler Temelinde Değerlendirilmesi	24
2.1.2. SPK Tarafından Yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	25
2.1.2.1. OECD ve SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Karşılaştırılması ..	26
2.1.2.2. Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının İlkeler Temelinde Değerlendirilmesi	28
2.1.3. Kurumsal Yönetimle İlgili Diğer Düzenlemeler	29
2.1.3.1. Kurumsal Yönetimle İlgili Diğer Düzenlemelerin Karşılaştırılması.....	29
2.1.3.2. Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının İlkeler Temelinde Değerlendirilmesi	30
2.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Doğuşu	31
2.2.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Ortaya Çıkışı.....	32
2.2.2. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Oluşturulma Nedenleri	34
2.2.3. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Ölçülmesi	35
2.2.4. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi’ne Dâhil Şirketler	37
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ’NİN GELİŞİMİ.....	39
3.1. BİST Bünyesindeki Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Oluşturulması	39
3.1.1. Endekse Alınma, Endeksten Çıkarılma, Birleşme ve Devir Almalarda Yapılan Değişiklikler ve Yeniden Endekse Alınma.....	40
3.1.2. Birden Fazla Derecelendirme Kuruluşundan Not Alınması	42
3.1.3. Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Hesaplanma Yöntemi	43
3.1.4. Fiyat Endeksleri ve Getiri Endeksleri.....	46

3.2. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi	48
3.2.1. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Ortaya Çıkış Nedenleri	48
3.2.2. Kurumsal Yönetim Notlarının Kullanıcıları ve Kullanım Nedenleri	50
3.2.3. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Kısıtlamaları	51
3.2.4. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Faaliyetinde Bulunan Ulusal ve Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları	52

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİMİN DÜNYADAKİ GELİŞİMİ VE DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ ... 55

4.1. Dünyada Kurumsal Yönetimi Oluşturan Unsurlar	55
4.1.1. Özelleştirme ve Kurumsal Yönetim Reformları	56
4.1.2. Borsalarda Uygulamaya Konulan Katı Kurallar	57
4.1.3. Şirket Derecelendirme Notunu İyileştirme Çabası.....	59
4.1.4. Birleşme ve Devralmalar	60
4.2. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Temelli Endeks Düzenlemeleri	61
4.2.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim Anlayışı.....	64
4.2.2. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri	65
4.2.2.1. İlgili Yasalarda Yer Alan Hükümlere Göre Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri	66
4.2.2.2. Delaware Genel Şirketler Kanunu Değişiklikleri	69
4.2.2.3. Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Müşterinin Korunması Kanunu	71
4.2.2.4. Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun Halka Açık Şirketlere Yönelik Diğer Kamuyu Aydınlatma ve Bağımsız Üyelik Düzenlemeleri	72
4.2.3. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim Temelli Endeks Düzenlemelerinin Değerlendirilmesi	72
4.3. İngiltere'de Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Temelli Endeks Düzenlemeleri.....	75
4.3.1. İngiltere'deki Mevcut Kurumsal Yönetim Çerçevesi.....	77
4.3.2. İngiltere'de Kurumsal Yönetim Kodu'nun Gelişimi.....	79

4.3.2.1. Cadbury Raporu ile Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı.....	80
4.3.2.2. İngiltere’de 21. Yüzyılda Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri.....	83
4.3.2.3. İngiltere Kurumsal Yönetim Kodu’nun Revizeleri ve Kurumsal Yönetimin Ana İlkeleri.....	86
4.3.3. G20/OECD Kurumsal Yönetim Genişlemesi	93
4.3.4. İngiltere’de Kurumsal Yönetim Temelli Endeks Düzenlemelerinin Değerlendirilmesi	95

BEŞİNCİ BÖLÜM: GELİŞMİŞ ÜLKELER AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ VE İNGİLTERE ENDEKSLERİNİN TÜRKİYE’NİN KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİYLE KARŞILAŞTIRILMASI	98
5.1. Amerika Birleşik Devletleri Borsalarında Kurumsal Yönetim	98
5.1.1. Kurumsal Yönetim Uygulamalarında New York Menkul Kıymetler Borsası Ve Uyarlanmış Kurumsal Yönetim Endeksi.....	101
5.1.2. National Association Of Securities Dealers Automated Quotations Stock Market Tarafından Düzenlenen Kurumsal Yönetim	109
5.1.3. New York Euronext Borsası’nın Kurumsal Yönetim Standartları.....	110
5.1.4. Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Amerika Birleşik Devletleri Şirket Değerlendirmeleri.....	111
5.2. Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi ve İngiltere Borsalarında Kurumsal Yönetim	117
5.2.1. Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi ve Oluşturulan Ülke Grupları.....	118
5.2.2. Londra Menkul Kıymetler Borsası ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları.	121
5.2.3. Financial Times Stock Exchange ve Institutional Shareholder Services Tarafından Oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksleri	123
5.2.4. İngiltere’deki Kurumsal Yönetimin Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Değerlendirilmesi.....	127
5.3. Türkiye’nin Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Gelişmiş Ülkelerden Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere Endeksleriyle Karşılaştırılması	129
5.3.1. Kurumsal Yönetimi Doğuran Unsurların Değerlendirmesi.....	130
5.3.1.1. Özelleştirmelere Bağlı Olarak Ülkelerin Artan Kurumsal Yönetim	

İhtiyacı.....	132
5.3.1.2. Şirket Birleşmeleri ve Devralmalar Sonucu Ortaya Çıkan Kurumsal Yönetim Gereksinimi.....	134
5.3.2. Türkiye'nin Kurumsal Yönetim İlkelerinin Gelişmiş Ülkelerden Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere'nin İlkeleriyle Karşılaştırılması.....	137
5.3.2.1. Kurumsal Yönetim Değerlerinin Ülkeler Açısından Değerlendirilmesi.....	138
5.3.2.2. Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Türkiye'nin Mevcut Kurumsal Yönetim İlkelerinin Yapısal Açından Karşılaştırılması	142
5.3.3. Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere Endekslerinin Türkiye'nin Kurumsal Yönetim Endeksi'yle Karşılaştırılması.....	144
5.3.3.1. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Türkiye'deki Mevcut Konumu	146
5.3.3.2. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Kurumsal Yönetimin Endekslerdeki Yeri	151
5.3.3.3. İngiltere'deki Kurumsal Yönetim Düzenlemelerinin Mevcut Endekslerine Uyarlatılması	154
5.3.3.4. Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere Endekslerinin Karşılaştırmalı Değerlendirmesi.....	157
5.3.3.5. Uluslararası Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşlarının Kurumsal Yönetim Uyumlaştırması	162
DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	171
KAYNAKÇA.....	172
ÖZGEÇMİŞ SAYFASI.....	186

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AIM	: Alternatif Yatırım Piyasası
BBCI	: Uluslararası Kredi ve Ticaret Bankası
BİST	: Borsa İstanbul
CGQ	: Kurumsal Yönetim Katsayısı
CPA	: Ruhsatlı Kamu Muhasebecileri
DGCL	: Delaware Genel Şirketler Kanunu
DJGI	: Dow Jones Küresel Endeksi
ERISA	: Emeklilik Gelir Güvenliği Yasası
FRC	: Finansal Raporlama Konseyi
FRC ES	: Finansal Raporlama Konseyi Etik Kurallar
FSA	: Kotasyon Otoritesi
FTSE	: Financial Times Menkul Kıymetler Borsası
GAMMA	: Yönetim, Hesap Verilebilirlik, Yönetim Ölçümü ve Analizi
GİP	: Gelişen İşletmeler Piyasası
HAİMGK	: Halka Açık İşletmeler Muhasebe Gözetim Kurulu
PCAOB	: Amerikan Kamu Gözetim Kurumu
IAASB	: Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu
ICAEW	: Londra Hisse Senetleri Borsası Listeleme Kuralları
ISS	: Uluslararası Pay Sahipleri Hizmetleri
ISQC	: Uluslararası Kalite Kontrol Standartları
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

LSE	: Londra Menkul Kıymetler Borsası
NACD	: Ulusal Kurumsal Yöneticiler Derneği
NASDAQ	: New York Teknoloji Borsası
NYA	: New York Borsası Bileşik Endeksi
NYSE	: New York Menkul Kıymetler Borsası
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OFR	: İşletme ve Finansal Gözden Geçirme
SEC	: Menkul Kıymetler ve Borsalar Kurulu
SOX	: Sarbanes-Oxley Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
S&P	: Standard & Poor's Financial Services LLC
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	: Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği
UKLA	: İngiltere Kotasyon Otoritesi
XKURY	: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi
WCGI	: Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi
QCA	: Borsaya Kote Olan Şirketler Birliği

ÇİZELGELER

- Çizelge 1 : Kurumsal Yönetim İlkelerinin Yıllar İtibariyle Karşılaştırılması
- Çizelge 2 : Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulayan Ülkeler
- Çizelge 3 : Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması
- Çizelge 4 : İyi ve Doğru Bir Kurumsal Yönetimin Faydaları
- Çizelge 5 : Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları
- Çizelge 6 : TÜSİAD Tarafından Hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri
- Çizelge 7 : OECD ve TÜSİAD Kurumsal Yönetim İlkelerinin Karşılaştırılması
- Çizelge 8 : OECD ve SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Karşılaştırılması
- Çizelge 9 : Bankacılıkta Kurumsal Yönetim İlkeleri
- Çizelge 10 : Karşılaştırmalı Kurumsal Yönetimde Farklı Uygulamalar
- Çizelge 11 : Endekslerde Düzeltme Yapılmasını Gerektiren Şirket Faaliyetler ve Düzeltmelerin Yapılma Zamanları
- Çizelge 12 : BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Uyum Derecelendirmesi Ağırlıkları
- Çizelge 13 : Ulusal ve Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
- Çizelge 14 : Kredi Derecelendirmesi Yapan Ulusal ve Uluslararası Kuruluşlar
- Çizelge 15 : Novo Mercado Borsası’nın ve Star Borsası’nın Katı Kurumsal Yönetim İlkeleri
- Çizelge 16 : Sarbanes Oxley 2002 Yasası Öncesinde ve Sonrasında Düzenleyici Yapının Karşılaştırılması
- Çizelge 17 : Kurumsal Yönetim Ve Şeffaflık
- Çizelge 18 : Kurumsal Yönetimin New York Stock Exchange Tarafından Değerlendirilen Boyutları

- Çizelge 19 : New York Stock Exchange Endeks Grupları
- Çizelge 20 : Dow Jones Global Endüstri Sınıflandırma Bölümleri Örnek Açılım
- Çizelge 21 : NYSE Composite Endeksi Eski ve Yeni Metodoloji Karşılaştırması
- Çizelge 22 : Seçilmiş Uluslararası Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşları
- Çizelge 23 : S&P Görüşüne Göre GAMMA Puan Karşılıkları
- Çizelge 24 : Oluşturulan FTSE UK Endeks Seri Sınıfları ve Özellikleri
- Çizelge 25 : FTSE ve ISS Tarafından Geliştirilen Kurumsal Yönetim Endeksleri
- Çizelge 26 : Kurumsal Yönetimi Zorunlu Kılan Yönetim Sorunları
- Çizelge 27 : ABD, İngiltere ve Türkiye'nin Kurumsal Yönetim İlkelerinin Yapısal Açidan Karşılaştırılması
- Çizelge 28 : SAHA Rating'in Kurumsal Yönetim Notlarının Karşılıkları
- Çizelge 29 : ISS Tarafından Yapılan Bir Çalışma Sonucu

ŞEKİLLER

- Şekil 1 : Kurumsal Yönetimin Dört Temel İlkesinin Konumlandırılması
- Şekil 2 : Kurumsal Yönetimin Artan Öneminin Unsurları
- Şekil 3 : Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Rapor Sonuçları
- Şekil 4 : SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri Ana Başlıkları
- Şekil 5 : Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının Sonuçları
- Şekil 6 : Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının Sonuçları
- Şekil 7 : BİST 100 Endeksi İle BİST XKURY Endeksi'nin Yıllar İtibariyle Karşılaştırılması
- Şekil 8 : Kurumsal Yönetim Endeksi'ne Dâhil Olan Şirketler
- Şekil 9 : İngiltere Kurumsal Yönetim Yasası'nın Tarihsel Gelişimi ve İlkeleri
- Şekil 10 : Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi Ülke Grupları
- Şekil 11 : ISS Kurumsal Yönetim Derecelendirme Ağırlıkları
- Şekil 12 : Türkiye'nin Yıllar İtibariyle Özelleştirme İşlemleri
- Şekil 13 : Türkiye'nin Yöntemler İtibariyle Özelleştirme İşlemleri
- Şekil 14 : Türkiye'nin Yıllık Birleşme ve Satın Alma İşlem Adetleri
- Şekil 15 : Kurumsal Yönetimin Değerlerinin Birbirleriyle İlişkisi
- Şekil 16 : XKURY'un Başlangıç Değeri ve BİST Ulusal 100 Endeksi
- Şekil 17 : BİST Ulusal 100 Endeksi ile XKURY Karşılaştırılması
- Şekil 18 : XKURY ile BİST 100 Endeksi'nin Bir Günlük Karşılaştırması
- Şekil 19 : Doğan Şirketler Grubu'nun XKURY'da Değerlendirilmesi

- Şekil 20 : NYSE US 100 Endeksi ve NYSE Composite Endeksi'nin Karşılaştırılması
- Şekil 21 : NYSE US 100 Endeksi'nin Bir Haftalık Değerleri
- Şekil 22 : JPMorgan ve Bank of America Performanslarının NYSE US 100 Endeksi'nde Karşılaştırılması
- Şekil 23 : FTSE 100, 250 ve 350 Endekslerinin Performansları
- Şekil 24 : Seçilmiş Şirketlerin FTSE 100 Endeksi'ndeki Yeri
- Şekil 25 : ABD ve İngiltere Endekslerinin Karşılaştırması
- Şekil 26 : NYSE Composite Endeksi ve FTSE 350 Endeksi'nin Karşılaştırması
- Şekil 27 : Ülke Endekslerinin Türk Lirasına Çevrilmiş Karşılaştırması
- Şekil 28 : XKURY'deki Seçilmiş Dört Şirketin Uyum Derecelendirmesi
- Şekil 29 : İngiltere Piyasasından Seçilmiş Şirket Değerlendirmesi
- Şekil 30 : S&P 500 Endeksi'nin Performansının Karşılaştırılması

ÖNSÖZ

Günümüzde, ülkeler arası rekabette en önemli etkenlerden biri olan kurumsal yönetim ilkelerinin uygulama düzeyi, ülkelerin gelişmişlik seviyeleri ile doğru orantılıdır. Gelişmişlik düzeyi yüksek ülkeler, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanabilmesi için öncelikle yasal süreç üzerinde önemli adımlar atmışlardır. Ardından da yönetsel uygulamaların verimliliği ile meşrulaşma süreçlerinde ilerlemeler kaydetmişlerdir.

Gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetimin işletmeler tarafından tam olarak kavranabilmesi için önemli adımlardan biri, devlet tarafından kurumsal yönetimin yasal zemine oturtulmasıdır. Ne yazık ki, ülkemizde kurumsal yönetimin Avrupa'dan ve Amerika Birleşik Devletleri'nden görülerek oluşturulmuş olması ülkemizin kendine has ilkeler bütünlüğünün yasal olarak düzenlenmemesinden kaynaklanmaktadır. Ülkemizde, kurumsal yönetim Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan ilkeler ile şirketler tarafından tanınmaya başlamıştır. Kurumsal yönetimin devlet tarafından yasal bir zemine oturtulmak istenmesinin gerekliliği, zorlayıcı bir yapının bulunmadığı ortamlarda şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uymada isteksiz davranmalarındır. Ülkemizde ise, son düzenlemeyle Türk Ticaret Kanunu'nda kurumsal yönetim temele yerleştirilmeye çalışılmıştır.

Gelişmiş ülkeler, kurumsal yönetimi, şirketlerin uygulamakla yükümlü bir kavram olarak hem borsalarına hem de şirketler hukukunun temeline yerleştirmişlerdir. Bundan dolayı, şirketler ve ülkeler temel prensiplerinin kurumsal yönetim üzerine oluşturulduğunu ve bunu baştan kabul etmekte yükümlü olduğunu bilmektedirler. Borsalarındaki kurumsal yönetim standartları ile de hangi endeks olursa olsun o endekse dâhil olacak şirketlerin belirli bir kurumsal yönetim seviyesinde olması beklenmektedir.

Bu çalışmanın irdeleyeceği kısım, borsa temelli kurumsal yönetimin ülkemizde ayrı bir endeks olarak oluşturulup oluşturulmadığı ve gelişmiş ülkelere ABD ve İngiltere endekslerindeki kurumsal yönetimin endekslere ne denli yansıtıldığının belirlenmesi üzerinedir. Elde edilecek bilgiler ışığında, ülkemizin kurumsal yönetim üzerine ayrı bir endeks kodu oluşturulmuş olması, ülkemizin kurumsal yönetiminin birebir incelenmesine imkân vermiştir. Ancak, araştırmalar sonucunda ABD ve İngiltere borsalarında kurumsal yönetimi direk temel alan bir endeks grubu ya da kodu bulunmamaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

NEDİR BU KURUMSAL YÖNETİM?

1.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Küreselleşmenin etkisiyle değişen ve gelişen koşullara uyum sağlamak ve söz konusu olabilecek işlemlere karşı güven ortamının oluşturulması maksadıyla kurumsal yönetim kavramı 20. yüzyılda baş göstermiştir. Dünya ticaret hacminin ve uluslararası fon akımlarının artmasının sonucu küreselleşmenin hız kazanmasından dolayı yerel düzenlemelerin uluslararası düzenlemelerle uyumlaştırılmasını gündeme getirmiştir.¹

Kurumsal yönetimin tek ve kesin bir tanımının yapılmamasından dolayı herkes için uygun "tek tip" bir kurumsal yönetim modeli de bulunmamaktadır. Kurumsal yönetim çoğunlukla kabul gören bir görüşü yansıtmaktadır. Buna göre, şirketlerin ilk olarak öncelik haklarının korunarak yönetilmesidir.² Aslen kurumsal yönetim; yönetim kurulu, pay sahipleri ile şirket üst düzey yönetimi arasındaki ilişkileri düzenleyen bir sistemdir.³ Kurumsal yönetimin gelecekte ne ifade edeceği geniş bir araştırma gerektirmektedir.

Kamunun ve özel sektörün mevcut koşullara uyum sağlayamaması nedeniyle uluslararası finansal krizler ve şirket krizleri yaşanmıştır. Gelişimin ve değişimin gerisinde kalarak yetersiz politikalar, kriz sebepleri olarak görülmüştür. Şirketlerin gündemine alacakları konular arasında sosyal sorumluluk ve etik değer yer almaktadır. Kamuoyunun da önemi fark edilerek "şeffaflık", "eşitlik", "sorumluluk" ve "hesap verilebilirlik" ilkeleri üzerine inşa edilen "kurumsal yönetim" süreçlerinin şirket yönetimindeki ağırlıkları artırılmıştır.⁴

¹ Selim Soydemir, Abdullah Akyüz, **Sermaye Piyasası ve Borsa**, 1. Baskı, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2015, s.195.

² Güler Manisalı Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, Ankara, Afşaroğlu Matbaası, 2008, s.12.

³ Hakan Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, İstanbul, Ufuk Reklamcılık Matbaacılık, 2010, s.1.

⁴ Bayram Akyüz, "Kurumsal Yönetim ve Türkiye'de Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri", **Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi**, Cilt 2, Sayı 2, 2009, s.53.

Kurumsal yönetim sistemlerini birbirine yakın ve uyumlu hale getirmek amaçlı finansal piyasalar bütünleştirilmek, kurumsal yatırımcılara fonksiyonel rollerin yüklenilmek, hissedarların hisse haklarının bilincine vardırılmak ve özelleştirme artırılmak istenmiştir. Bu gelişmeler sonucunda ulusal piyasaların uluslararasılaşma sürecine tabi tutulmuş ve sermaye piyasalarının gelişimine daha çok önem verilmiştir.⁵

Şirketlerin hızla gelişen bu küresel boyuta uyum sağlayabilmeleri için kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde hareket etmeleri gerekliliği ortaya çıkmıştır. Kurumsal yönetim çerçevesinde hareket etmeyen şirketlerin sona erme ihtimali yüksek olarak görülmektedir. Çünkü şirketlerin daha iyi rekabet edebilmeleri için gelişmiş ve düzenlenmiş birçok yeni yöntem ve uygulamaya ihtiyacı vardır. Şirketlerin kurumsal yönetim düzenlemeleri başta ortaklık yapılarının değiştirilmesi ve buna bağlı yeni ortaklarıyla mevcut ortakları arasındaki dengenin kurulmasını gerektirmektedir. Şirketler, yeni ortakları şirket bünyesine aldığıında, söz konusu ortaklardan gelen şirket dışı fonlar kullanmakta, gelen ortağın sahip olduğu bilgi, pazar payı, ünü gibi avantajlardan yararlanmaktadır. Ayrıca bu şirketler fon ihtiyaçlarını karşılamak için hisse senetleri ihraç ederek daha büyük bir yatırımcı kitlesine ulaşmakta ve halka açık şirket statüsüne girmektedirler.⁶

Teknolojik gelişme, telekomünikasyonda artış ve küreselleşmeyi ortaya çıkaran diğer etkenler, şirketlerde bu gelişmelere uyum sağlama çabalarının doğmasına neden olmuştur. Bu bakımdan ülkemizde yeni bir kavram olarak ortaya çıkan kurumsal yönetimin gerekli tanımlarının yapılarak şirketlere ve ülkelere etkileri üzerinde durulmalıdır.

Türkiye'deki gelişiminin bankalar üzerindeki etkisi ise organizasyonlarının modern bir hale getirilmesi ile olmuştur. Finansal krizlerin etkisiyle şirketlerin ve özellikle bankaların kendini döndürememesi durumu ortaya çıkmıştır. Bu durum ülkelerde bankacılık başta olmak üzere özel sektörün kendisini disiplinli toparlanma sürecine girmeye itmiştir. Türkiye'deki bankacılık sektörüne bakıldığında kamu bankacılığının da kurumsal yönetim düzenlemelerine gittiği görülmektedir.

⁵ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.9.

⁶ Mork K. Randall, "A History of Corporate Governance Around The World: Family Business Groups to Professional Managers", **A National Bureau of Economic Research Conference Report**, 1.b. Chicago: The University of Chicago Press, 2007, s.4.

Bankaların organizasyonlarının yeniden yapılandırma çalışmaları ile günümüz modern bankacılığın gereklerine göre tamamen değiştirilmesi sürecinde izlenecek organizasyonel prensipler belirlenmiştir. Temel prensip ise modern çağın etkin yönetim anlayışı olan yönetim ilkesidir.⁷ Bu çalışmanın ana konusunu oluşturan kurumsal yönetim çoğu yabancı kaynakta yönetim kavramıyla bağdaştırılmaktadır.

1.1.1. Kurumsal Yönetim Tanımlamaları

Kurumsal yönetim ile ilgili yapılan araştırmalar sonucunda ortaya çıkan tanımlamalar, şirketlerin rekabet edebilmeleri için ihtiyaç duydukları düzen, standart ve kuralların çeşitlenmesiyle yapılmaktadır. Genel kabul görme ve şirket özellerinden yola çıkılarak yapılan kurumsal yönetim konusundaki tanımlamalar;

OECD, kurumsal yönetimi ekonomik verimliliği ve büyümeyi artırarak yatırımcının güveninin kazanılmasının anahtar faktörlerinden birisi olarak tanımlamıştır. Kurumsal yönetimin bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer paydaşları arasındaki bir dizi ilişkiyi kapsadığını, aynı zamanda şirketin hedeflerinin belirlediği bir yapıyı ortaya koyduğunu ve bu hedeflere nasıl ulaşılacağını, performansının nasıl denetleneceğinin yollarını çizdiğini ifade etmiştir.⁸ Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, kurumsal yönetimin şirketin hak sahiplerine yarar sağlayacak ve kamuoyunu bilgilendirici faaliyetleri destekleyecek şekilde mali ve insan kaynaklarını bünyesinde toplayan, verimli performans göstererek yatırımcıların kendisine yöneltecek tüm gönüllü uygulamaların bileşimi olarak yorumlamaktadır.⁹ Özel sektör uygulamalarının kapsamı olarak kurumsal yönetim şirketlerin, sermayeyi ve insan kaynaklarını cezbetmesine, etkin performans göstermesine, hedeflerine ulaşmasına, hukuki zorunluluklarına ve toplumsal beklentilerini yerine getirmesine yönelik düzenlemeleri içermektedir.

Bir başka tanımlamaya göre; şirket yöneticisinin doğru kararlar alabilmesi, şirket yöneticilerinin aldığı kararlardan hissedarlar başta olmak üzere ilgili tarafların şirket

⁷ Niyazi Erdoğan, Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Uygulamaları Kamu Bankaları Deneyimi, **Dünya ve Türkiye’de Finansal Krizler**, Yaklaşım Yayınları, Haziran 2002, s.178.

⁸ OECD, **Principles of Corporate Governance**, 2004, s.11.

⁹ TKYD, "Nedir Bu Kurumsal Yönetim? ",**Deloitte Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Ortak Yayını**, İstanbul, 2007, s.4.

yönetimini denetleyebilmesi, şirketin hukuk ve kurallara bağlı kalması kısacası şeffaf olarak yönetilmesi kurumsal yönetim olarak ifade edilebilir.¹⁰ Bunun dışında Luo da kurumsal yönetimi, işletmenin performansını ve stratejik yönlendirmesini belirleyen ve kontrol eden, şirket ve paydaşları arasındaki ilişki şeklinde açıklamaktadır.¹¹ Yapılan tanımlamalar ve diğer paralel tanımlamalardan anlaşılan kurumsal yönetimin, yönetişim kavramıyla bağdaştırıldığı çıkarımıdır.

Kurumsal yönetimin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından da tanımı yapılmış olup, ilke ve kurallar çerçevesinde işletmenin performansını ve stratejik yönlendirmesini belirleyen ve kontrol eden, şirket ve paydaşları arasındaki ilişki şeklinde değerlendirilmektedir. Kurumsal yönetim yaklaşımı bir işletmenin içinden çok dışına bakmayı öğütleyen "stratejik yönetim" anlayışının tepe yönetime ve yönetim kurullarına yansımaları şeklinde ifade edilmektedir.¹² Kurumsal yönetim ile ilgili yapılan bu tanımlamalardan anlaşılacağı üzere, şirketlerin ve kurumların yönetim ve faaliyetlerinin kontrol edilmesine öncelik verildiği görülmektedir. Şirketlerin ve kurumların yönetim kuruluna ağırlıklı olarak sorumluluk düşmektedir. Ancak, kurumsal yönetim yalnızca yönetim kurulu tarafından yerine getirilen faaliyetler olarak görülmemektedir. Yönetim kurulu, pay sahipleri ve şirket üst düzey yönetimi arasındaki ilişkileri düzenleyen bir sistem olarak kabul görmektedir.

Pay sahiplerinin haklarının geliştirilmesi ve pay sahiplerinin hakları konusunda bilgilendirilmesi, şirket mevcut yapısındaki ortaya çıkacak değişikliklerde ve önemli kararlarda etkinliklerinin artırılması, şirketler hakkında kamunun daha detaylı olarak aydınlatılması, şeffaflığın artması, mali tabloların uluslararası standartlara göre hazırlanması, uzman, bağımsız ve tarafsız denetçilerce uluslararası standartlara göre denetlenebilmesi, şirketlerin yalnız pay sahipleri için değil, tüm menfaat sahipleri için değer yaratmaya çalışması, şirket ortaklık yapısı içinde yer alan kurumsal yatırımcıların şirket faaliyetleri ve yönetimi içinde söz sahibi olabilmesi, yönetim kurulu üyelerinin kendi içinde icracı-icracı olmayan ve bağımsız-bağımsız olmayan şeklinde gruplara

¹⁰ Esin Okay, "Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Türkiye'de Kurumsal Yeniden Yapılandırma ve Mali Ortamın İyileştirilmesi", **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, Sayı 42, 2014, s.35-48.

¹¹ Yadong Luo, "Corporate Governance and Accountability in Multinational Enterprises: Concepts and Agenda", **Journal of International Management**, Vol.11, 2005, pp.1-18.

¹² Mustafa Kurt, Murat Kayacan, "Bir Yönetim Pratiği Olarak Kurumsal Yönetim ve Türkiye'de Yayılımı", **Türkiye'de İşletmecilikte Yeni Perspektifler**, Ankara, 2007, s.4.

ayrılması, yönetim kuruluna bağlı denetim komitesi gibi komitelerin kurulması, bu komitelerin çalışma esaslarının belirlenmesi, komite tarafından yapılan denetim sonuçlarının etkin olarak kullanılması, yönetim kurulu üyelerinin ücret ve diğer mali haklarının belirli bir politikaya bağlanması ve söz konusu ücret ve hakların kamuya duyurulması gibi konular kurumsal yönetim kavramı ile tartışmaya açılmıştır.¹³

Aynı zamanda kurumsal yönetişimin Erdoğan tarafından yapılan tanımında kurumsal yönetişimin iyi kurumsal sorumlu yönetimini ifade ettiği görülmektedir. Bununla birlikte kurumsal yönetişim 3 temel kriterle değerlendirilmektedir. Bu kriterlerden biri, adil olanın, doğru olanın yapılmasıdır. İkincisi saydamlık ve açıklık, üçüncüsü ise, sorumlu olma ve hesap vermedir.¹⁴ Bunlar düşünüldüğünde ve değerlendirildiğinde kurum için oluşturulacak ana ilkeler meydana gelmektedir.

1.1.2. Kurumsal Yönetimin Esas İlkeleri

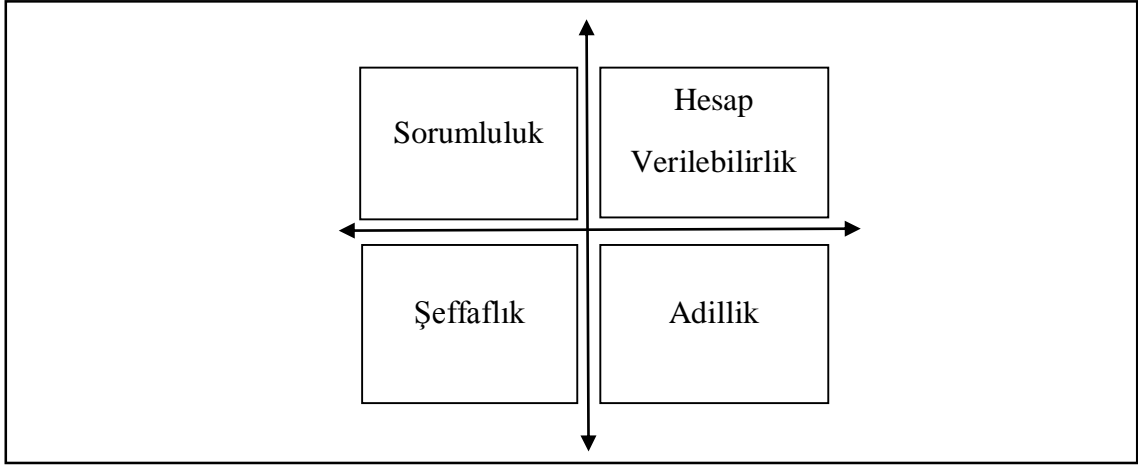
Kurumsal yönetim konusunda, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü, Dünya Bankası, Global Kurumsal Yönetim Forumu, Milletlerarası Ticaret Odası gibi kuruluşlar veya merkezi Hong Kong'da bulunan Asya Kurumsal Yönetim Birliği gibi bölgesel teşkilatlar da çeşitli ilkeler yayımlamışlardır. Bununla birlikte seminerler veya yuvarlak masa toplantıları düzenleyerek kurumsal yönetim uygulamalarının önemini tartışmışlardır.¹⁵ Buradan anlaşıldığı üzere ülkelerin uyguladıkları tek tip ilkeler bütünü bulunmamaktadır. Her ülke kendi değerlerine ve şirket yapılarına uygun olarak ilke, kural, metot ve yöntemler benimsemiştir. Ortaya çıkacak ilke, kural, metot ve yöntemlerde, ülkeye özgü kültürel koşullar, kurumsal yönetim yapısını etkileyen sermaye piyasası kanunu, şirketler hukuku, tahkim mevzuatı, rekabet kanunu, icra iflas hukuku gibi kanunları da dikkate alınmalıdır. Ancak bununla birlikte, genel kabul gören tüm uluslararası kurumsal yönetim yaklaşımlarında adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk kavramları kurumsal yönetim adı altında direkt karşılaşılabilecek unsurlardır. Bu unsurlar kurumsal yönetimin temelini oluşturacağından ele alınacak olan kavramın bu unsurları değerlendirilmelidir.

¹³ Ayça Sandıkçioğlu, "Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi", **SPK Yeterlik Etüdü**, 2005, s.8.

¹⁴ Erdoğan, **a.g.e.**, s.178.

¹⁵ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.14.

Şekil 1: Kurumsal Yönetimin Dört Temel İlkesinin Konumlandırılması



Kaynak: Cüneyt Levent, Kurumsal Yönetim, <http://cuneytlevent.com/index.php/kurumsal-yonetim-ilkeleri>, 25.06.2016.

1.1.2.1. Kurumsal Yönetimin Adillik İlkesi

Genel olarak adillik, herhangi bir durum veya olay karşısında kişilere veya olaylara karşı eşit muamele göstermek olarak tanımlanmaktadır. Kurumsal yönetimde de adillik bu tanımlamaya paralel olarak gerçekleşmektedir. Adillik ilkesi, şirket yönetiminin bütün hak sahiplerine karşı aynı muameleyi göstermesi olarak ifade edilmektedir. Böylelikle şirket yönetimindekilerin bu ilkeyle, şirket hukukuna uygun davranmaları amaçlanmıştır. Bu ilke, azınlık hissedarlar ve yabancı ortaklar da dâhil olmak üzere hissedar haklarının korunmasını ve yapılan sözleşmelerin uygulanmasını ifade etmektedir. İlkenin dayandığı temeli açıklamak için OECD'nin detaylı incelemeleri sonucu ortaya çıkan maddeler göz önüne alınmalıdır. OECD kurumsal yönetim ilkelerinden adillik ilkesini aşağıdaki maddelere bağlı olarak incelemektedir.¹⁶

Madde 1: Kurumsal Yönetim çerçevesi, hissedarlık haklarını korumalı ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmalıdır. Bu madde yönetim kurulu üyelerinin seçimi, birleşme ve satın alma işlemlerinin onaylanması gibi kritik kararlara hissedarların katılım haklarını da tanımaktadır.

Madde 2: Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dâhil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar için haklarının ihlali halinde yeterli telafi veya tazminat elde etme imkânı olmalıdır. Bu maddeye göre hukuki çerçeve, azınlık ve

¹⁶ TKYD, Nedir Bu Kurumsal Yönetim? , s.6.

hâkim hissedarları ve yöneticiler ile yönetim kurulu üyelerini yanlış işlemlerine karşı koruyan yasaları içermelidir.¹⁷

Yukarıdaki iki madde hissedarların haklarını ortaklıkları oranında kullanma ve güvence altına almayı taahhüt etmektedir. İlk madde, hissedarların şirket yönetimindeki hakları oranında katılım ve söz sahibi olabilmesi üzerine hazırlanmıştır. Her hissedar şirketin sözleşmesinde belirtilen kendi öz sermaye oranı kadar şirkete dâhil olabilmekte ve aynı orana sahip hissedarlar ile eşit muamele görmektedir. İkinci madde ise, hissedarlar arasında bir ayrımcılık yapılamaması gerektiğini vurgulamaktadır. Hissedar olarak nitelendirilen her ortak şirkette ve hukuki boyutta eşit hakka sahip olmalıdır. Haklarının suiistimal edilmesi durumunda hissedarların haklarını arama yolları açılmış ve böylelikle hissedarlar arasında adilliğin sağlanması öngörülmüştür.

1.1.2.2. Kurumsal Yönetimin Sorumluluk İlkesi

Sorumluluk, kişilerin yapmakla yükümlü oldukları ve bu yükümlülüklerinin bilincinde olunarak ona göre davranılması olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım kurumsal yönetim ilkelerinden sorumluluk ilkesi içinde geçerli olmaktadır. Buna göre sorumluluk ilkesi, şirketlerin hissedarları için değer yaratırken toplumsal değerleri yansıtan kanun ve düzenlemelere uyum gösterecek şekilde faaliyet göstermesini ifade etmektedir.¹⁸

Madde 3: Kurumsal yönetim çerçevesi, paydaşların haklarını yasalarda ve ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ve paydaşlar arasında etkin işbirliğini ve mali açıdan güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir. Genel açıdan kanunların oluşturduğu standartların da ötesinde gerçek sorumlunun şirketin kendisi olduğu vurgulanmaktadır.¹⁹

Bu maddede "şirketin kendisi" derken vurgulanmak istenen, yönetim kuruludur. Ayrıca sorumluluk ilkesinde, kendi iç yönetiminin şirketin bağlantılı olduğu dış çevresine yapmakla yükümlü olduğu sorumluluklarının analiz edilmesi istenmektedir.²⁰ Bunu

¹⁷ Cemal Elitaş, Feyyaz Yıldız, vd., **Kurumsal Yönetim Endeksi: Kredi Derecelendirmesi Üzerine Bir Model Önerisi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2012, s.6-7.

¹⁸ TKYD, Nedir Bu Kurumsal Yönetim? , s.7.

¹⁹ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.7.

²⁰ Murad Kayacan, "Ulusal Sermaye Piyasalarımızda Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi ve Etik", **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Yönetim ve Etik Konferansı**, 2007, s.19.

gerçekleştirmek için şirket hissedarlarına artı değer yaratılmaktadır. Şirketler kendi varlıklarını sürdürürken toplumsal değerlere uyum göstermektedirler. Şirketin gerekli iç organizasyonlarının oluşturulması, görev dağılımlarının yapılması, yönetimin ve birimlerin sorumluluklarının belirlenmesi ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yönetim kurulunda görev verilmesi gerekmektedir.²¹ Yönetim kurulu şirketin tamamından sorumlu olarak hareket etmektedir. Tanımlamalarda da ifade edildiği üzere sorumluluk vasfı verilen yönetim kurulu, şirketi amaçlarına ve yasalara uygun olarak yönetmekle, amaçlara uygun şekilde şirket kurmakla, ortak olmakla veya ortaklıktan ayrılmakla, şirketin amaçlarına uygun sorumlulukları belirlemekle ve bunları denetlemekle görevlidir.

1.1.2.3. Kurumsal Yönetimin Şeffaflık İlkesi

Şeffaflık ilkesinde, şirket pay sahipleri ve yatırımcı adaylarını ilgilendiren tüm bilgilerin kamuoyu aracılığıyla gerekli kesimle paylaşılması esas alınmaktadır. Doğru ve güvenilir bilginin paylaşılması olarak ifade edilen bu ilke, kaliteli bir izlenim yaratmayı amaçlamaktadır. Bu ilkenin detaylı incelenmesi ve maddeleştirilmesi ülkemizde SPK tarafından gerçekleştirilmektedir. Ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından şirketlerin uygulamakla yükümlü görülen bu ilke, bulunduğu Kamuyu Aydınlatma Platformu ile şirketler tarafından doğrudan sunulmaktadır. Şirketlerin mali tabloları şirketlerin tüm faaliyetlerinin gerçek sonuçlarını en anlaşılır ve açık şekilde gösterecek biçimde hazırlanmaktadır. Ayrıca, mali tablolara yansıyan işlem ve olguların neden ve nasıl yapıldığının açıklanması ve bunun kamuoyu ile paylaşılması şirket hakkında güveni artıran bir unsur olarak görülmektedir. Uluslararası kabul görmüş muhasebe standartları/ilkelerine uyularak mali tablolar hazırlanmalıdır.²²

Madde 4: Kurumsal yönetim çerçevesi şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dâhil olmak üzere şirketle ilgili tüm maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır. Bu madde yalnızca faaliyet sonrası değil, faaliyet gerçekleşirken ve gerçekleşmeden önce de geri bildirim sağlayacak imkânların geliştirilmesine yönelik düzenlemeleri teşvik etmektedir.²³

²¹ TKYD, Nedir Bu Kurumsal Yönetim? , s.7.

²² Kayacan, **a.g.m.**, s.17.

²³ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.7.

Şirketler belirli dönemlerde denetim ve kontrolden geçirilmek üzere bazı mali tabloları tutmakla ve mali tablolarının hesap verilebilirliğini sağlamakla yükümlüdürler. Bu tablolar dönemlik olabildiği gibi yıllık da olabilir. Mali tablolar şirketin kendi varlığının devamı için bir gösterge olmaktadır. Şirketler mali tablolarına bakarak o anki durumunu, ileriki bir tarihte ne kadar nakit ihtiyacı olup olmayacağını, şirketin ihtiyaçlarını karşılayıp karşılayamayacağı gibi durumlarını değerlendirebilmektedir.

1.1.2.4. Kurumsal Yönetimin Hesap Verilebilirlik İlkesi

Hesap verilebilirlik ilkesinde, şirket faaliyetleri ve uygulamalarının sonuçlarıyla açıklama yapılır. Bu amaca yönelik olarak, yönetim kurulunun şirket üst yönetiminin performansını objektif ve gerçekçi olarak bağımsız bir şekilde değerlendirilebilmesi amacıyla gerekli kontrol sistemlerinin kurulması, şirket yöneticilerinin pay sahiplerine karşı hesap verebilmesine yönelik düzenlemelerin yapılması ve izlenmesi gerekmektedir.²⁴

Madde 5: Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır. Bu ilke şeffaflık ilkesinin aksine sadece faaliyet sonrası dönemi kapsamaktadır.²⁵

Bu ilke faaliyet sonrası yönetim kurulunun yönetiminin şirket esaslarına uygunluğunun ve oluşacak sonuçlarının karşısında şirkete ve hissedarlara açıklama yapma durumunu doğurmaktadır. Yönetim kurulu şirketi belirlediği kurallar ve amaçlara uygun bir şekilde yönetmekle yükümlüdür. Aynı zamanda hesap verme sorumluluğu da doğmaktadır.

Dünyanın çeşitli ülkelerinde başarılı uygulamaları bulunan yönetim üzerine bütün organizasyonlar faaliyet göstermekte ve kurumsal yönetimin önemi giderek daha da artmaktadır. Uluslararası Para Fonu'nun kurumsal yönetim yaklaşımı, makroekonomik politikalar üzerindeki gözetimiyle ilişkili olarak iyi kurumsal yönetimin unsurlarına, yani kamu hesaplarının şeffaflığına, kaynaklarının etkin işletimine, özel sektör aktivitelerindeki ekonomik ve düzenleyici çevrenin şeffaflığı ve istikrarı üzerinde yoğunlaşmaktadır.²⁶

²⁴ TKYD, Nedir Bu Kurumsal Yönetim? , s.7.

²⁵ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.8.

²⁶ Erdoğan, **a.g.e.**,s.180

Kurumsal yönetimin ana ilkeleri açıklanırken dünyadaki dikkat çeken ilke düzenlemelerinden de bahsedilmektedir. Uluslararası Para Fonu, BASEL Düzenlemeleri, Dünya Bankası'nın kurumsal yönetim alanındaki düzenlemeleri küresel boyutta daha fazla neler yapılabileceğinin önünü açmaktadır.

Çizelge 1: OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin Yıllar İtibariyle Karşılaştırılması

1998-1999 Geliştirilmiş Kurumsal Yönetim İlkeleri	2003-2005 Revizyona Uğramış Kurumsal Yönetim İlkeleri	2015 Revizyona Uğramış Kurumsal Yönetim İlkeleri
<p><u>Bölüm 1: Hissedar Hakları;</u> -Hakların korunması ve kullandırılması, -Hissedarların bilgi edinme ve inceleme hakkı, -Hissedarların oy kullanma ve genel kurula katılma hakkı, -Hissedarların pay oranları ile kontrol güçlerinin dengelenmesi, -Şirket-Piyasa etkinliğinin sağlanması, -Hissedarların kendi payları oranındaki çıkarlarının gözetilmesi</p>	<p><u>Bölüm 1: Pay Sahipleri;</u> -Pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması, -Bilgi alma ve inceleme hakkı, -Genel kurula katılım hakkı, -Oy hakkı, -Azınlık hakları, -Kar payı hakkı, -Payların devri, -Pay sahiplerine eşit işlem ilkesi</p>	<p><u>Bölüm 1: Etkin Kurumsal Yönetim İçin Temellerin Sağlanması;</u> -Kurumsal yönetim çerçevesinin piyasaya uyarlanması, -Şartların hukukun üstünlüğüne uygunluğu, -Sorumlulukların dağılımı ve kamu yararı, -Pay senedi düzenlemeleri Gözetim, düzenleme ve denetim otoriteleri, -İki taraflı ve çok taraflı anlaşmalar</p>
<p><u>Bölüm 2: Hissedarların Adil Muamele Görmesi;</u> -Aynı tip hissedarın eşitliği, -Kural dışı işlemlerin geçersizliği, -Maddi çıkar konusu olabilecek işlemlerin açıklanması</p>	<p><u>Bölüm 2: Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık;</u> -Kamuyu aydınlatma esasları ve araçları, -Şirket ile pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki ilişkilerin kamuya açıklanması, -Kamunun aydınlatılmasında periyodik mali tablo ve raporlar, -Bağımsız denetimin işlevi, -Ticari sır kavramı ve içerden öğrenenlerin ticareti, -Kamuya açıklanması gereken önemli olay ve gelişmeler</p>	<p><u>Bölüm 2: Pay Sahiplerinin Hakları, Adil Muamele Görmeleri Ve Temel Ortaklık İşlevleri;</u> -Ortaklık haklarının korunması ve kullandırılması, -Ortakların şirketle ilgili bilgilendirilmesi, danışma -Pay sahiplerinin katılım ve oy kullanma, -Aynı grup pay sahiplerine eşit muamele, -Çıkar çatışmasının yönetimi, -Kötü niyetli işlemlerin engellenmesi, -Şirket kontrolünün el değiştirdiği piyasaların işleyişi</p>
<p><u>Bölüm 3: Kurumsal Yönetimde Doğrudan Çıkar Sahiplerinin Rolü;</u></p>	<p><u>Bölüm 3: Menfaat Sahipleri;</u> -Menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası,</p>	<p><u>Bölüm 3: Kurumsal Yatırımcılar, Pay Senedi Piyasaları Ve Diğer Aracılar;</u></p>

<p>-Doğrudan çıkar sahiplerinin yasal haklarının korunması, -Doğrudan çıkar sahiplerinin haklarının aranması, -Doğrudan çıkar sahiplerinin katılımı, -Doğrudan çıkar sahiplerinin bilgi erişimi</p>	<p>-Menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi, -Şirket malvarlığının korunması, -Şirketin insan kaynakları politikası, -Müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler, -Etik kurallar, -Sosyal sorumluluk</p>	<p>-Oy kullanma ve prosedürlerin açıklanması, -Oyların atanmış vekiller tarafından kullanılması, -Çıkar çatışmasının nasıl yönetildiğinin açıklanması, -Dürüstlüğü tehlikeye düşürecek çatışmaların en aza indirgenmesi, -Piyasa manipülasyonunun yasaklanması, -Çapraz kotasyon şartları, -Adil ve etkin fiyat oluşumu</p>
<p><u>Bölüm 4: Kamuoyuna Açıklama Yapma ve Şeffaflık:</u> -Maddi konuları içeren açıklamalar, -Bilgilerin kural ve esaslara uygun açıklanması, -Bağımsız denetçinin varlığı, -Bilgilerin düşük maliyetle ve doğru sunulması</p>	<p><u>Bölüm 4: Yönetim Kurulu:</u> -Yönetim kurulunun temel fonksiyonları, -Yönetim kurulunun faaliyet esasları ile görev ve sorumlulukları, -Yönetim kurulunun oluşumu ve seçimi, -Yönetim kuruluna sağlanan mali haklar, -Yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayı, yapı ve bağımsızlığı, -Yöneticiler.</p>	<p><u>Bölüm 4: Kurumsal Yönetimde Menfaat Sahiplerinin Rolü:</u> -Karşılıklı anlaşmalardaki hakların korunması, -Kanunlarda tarafından korunan hakların etkin iyileştirmeye tabi olması, -Çalışan katılımı için mekanizma iyileştirilmesi, -Zamanında ve uygun bilgi erişimi, -Menfaat sahiplerinin yönetim kuruluna bildirimleri, -İflas çerçevesinin etkin tamamlanması</p>
<p><u>Bölüm 5: Yönetim Kurulunun Sorumlulukları:</u> -Yönetim kurulu davranışlarının şirket amacına uygunluğu, -Yönetim kurulunun hissedarlara adilliği, -Doğrudan çıkar sahiplerinin çıkarlarına uygunluğu, -Yönetim kurulunun şirket işlevlerine bağlılığı, -Objektif muhakeme yürütebilme, -Bilgiye doğru ve zamanında erişebilme</p>	<p>-</p>	<p><u>Bölüm 5: Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık:</u> -Şirket bilgilerinin sınırlı olmamak koşuluyla açıklanması, -Raporlama standartlarına uygunluk, -Yüksek kalite denetleme standartlarına uygunluk, -Denetlemenin standartlara uygunluğu, -Bilgiye erişim ve düşük maliyet uygulanması</p>

Kaynak: OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkelerine Ait Rehberlerinden derlenmiştir.

En son 2015 yılında bir düzenlemeye tabi tutulan kurumsal yönetim ilkelerinin son bölümünde yönetim kurulunun sorumluluklarından bahsedilmiştir. Buna göre, yönetim kurulunun üyelerinin verdikleri kararlarda iyi niyetli olunması istenilmektedir. Aynı zamanda, tüm pay sahiplerine adillik ilkesi gereği eşit davranışlarda bulunulmasının gerekliliği detaylandırılmıştır. Yüksek etik standartların da, düzenlemenin etik davranışların şirket yönetimindeki yeri üzerinde durulmuştur. Bunların yanında bilgiye erişimin kolay ve anlaşılır olması amacıyla da bilgiye erişim mekanizmalarının oluşturulması gerekli görülmüştür.

Kurumsal yönetim ilkeleri tek başına yeterli görülmemektedir. İlkeler yol gösterici olmakla beraber genel kurallar dizinini oluşturmaktadır. OECD'nin 1998'de görüşmelere başladığı ve 1999 yılında geliştirmiş olduğu kurumsal yönetim ilkeleri, ilk kez 2004 yılında güncellenmiş ve haklar biraz daha genişletilmiştir. Ardından 2015 yılında son güncellenmesi yapılmış olup, kurumsal yönetim ilkelerinin temeline de belli başlı düzenlemeler getirilmiştir.

İlkeler, ekonomik etkinliği, sürdürülebilir büyüme ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla, politika yapıcılara kurumsal yönetim için hukuki, düzenleyici ve kurumsal çerçeveyi değerlendirmeleri ve geliştirmelerinde yardımcı olmak amacıyla geliştirilmiştir. Bağlayıcılığı bulunmayan bu ilkelerin, ulusal mevzuatlar için detaylı açıklamaları yer almamaktadır.²⁷

1.2. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ VE UYGULAYAN ÜLKELER

Dünyada kurumsal yönetimin şekillenmesi ilk olarak ABD ve İngiltere gibi sermaye yapıları büyük şirketlerin yer aldığı gelişmiş ülkelerde görülmektedir. Ancak sadece ABD ve İngiltere'de kurumsal yönetim düzenlemelerinin olduğunu söylemek doğru değildir. Ülkelerin kurumsal yönetim düzenlemelerinin ortaya çıkışını etkileyen birçok faktör vardır. Ülkenin ekonomik durumu, rekabet düzeyi, bankacılık sistemi, mülkiyet haklarının gelişmişliği, finansal piyasalarının gelişmişliği, şirket uygulamalarıdır. Ülkeler

²⁷ OECD, "G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri", **OECD'nin G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanlarına Raporu**, 2015, s.11.

bu faktörleri göz önünde tutarak kendi kurumsal yönetim sistemlerini oluşturmaktadır. Weimer ve Pape'ye göre kurumsal yönetim sistemleri; Anglosakson, Alman, Latin ve Japon Sistemleri olarak gruplandırılmaktadır.

Çizelge 2: Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulayan Ülkeler

KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMİ	UYGULAYAN ÜLKELER
Anglosakson Kurumsal Yönetim Sistemi	ABD, İngiltere, Kanada, Avustralya
Alman Kurumsal Yönetim Sistemi	Almanya, Hollanda, İsveç, İsviçre, Avusturya, Danimarka, Norveç, Finlandiya
Latin Kurumsal Yönetim Sistemi	Fransa, İspanya, İtalya, Belçika
Japon Kurumsal Yönetim Sistemi	Japonya

Kaynak: M. Başaran Öztürk ve Kartal Demirgüneş, "Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye", 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi Bildiri Kitabı, 13-14 Mayıs 2005, s:121.

1.2.1. Anglosakson Kurumsal Yönetim Sistemi

Anglosakson sisteminde bulunan şirketlerin hissedarlık yapısı, payları küçük çok sayıda hissedardan oluşmaktadır. Anonim ortaklıklarda yönetim merkezileşmesi dolayısıyla hissedarların ortaklığın yönetimine katkıları genel kurulda seçtikleri yöneticiler vasıtasıyla gerçekleşmektedir.²⁸ Anglosakson yaklaşımında, kurumsal yönetim kavramı hissedarlar ve yöneticiler arasındaki güvenilir ilişkiyi esas almaktadır. Bu açıdan, sistemin kişisel çıkarı ve dağıtılmış pazarları kendi kuralları ile hareket etmektedirler. Bu da kısa dönemli ve kar merkezci bir yaklaşımdır.²⁹

Bu sistemdeki şirket kontrolünün ve kurumsal yatırımcıların bağımsız üyelerin çoğunlukçu bir yönetim kurulunda varlık gösterdiği iddia edilmektedir. Burada kurumsal yatırımcıların önemli bir çoğunluğundan söz edilmektedir. Kurumsal yatırımcılar, Amerika'da tüm mahalli şirketlerin %51'ine sahiptir. Bunun yanında kurumsal yatırımcıların ortak oldukları şirketlerle iyi ve sürekli ilişki içerisinde olmaları, yönetimleri tarafından değişime maruz bırakılmaları veya mevcut koşullardaki politik

²⁸ R. A. Anderson, vd, **Business Law and the Legal Environment**, Ohio 1999, s. 938.

²⁹ Lucian Cernat, "The Emerging, European Corporate Governance Model:Anglo –Saxon, Continental, Or Still The Century of Diversity? ", **Journal of European Public Policy**, February, 2004, s.149.

güçlerin etkisinde kalmaları sistemin olumsuz yönleri olarak söylenebilir.³⁰ Bu sistemin odak noktaları yönetici ve yönetim düzenlemeleridir. Anglosakson sistemi detaylandırıldığında, dışsal denetim mekanizmaları sürekli ve aşırı bir biçimde kullanılmaktadır. Ağırlıklı olarak kullanılan dışsal denetim mekanizmaları, şirket yöneticilerinin direk temas halinde bulunmadıkları hissedarın sayısının azınlıkta olması ve buna bağlı olarak yöneticilerin hâkimiyetinin fazla olmasıdır.³¹

1.2.2. Alman Kurumsal Yönetim Sistemi

Alman sistemindeki şirketlerin hissedarlık yapısının payları daha büyük olan ve daha az sayıda hissedardan oluşmaktadır. Aynı zamanda çıkar sahipleri açısından da parçalı bir yapı göstermektedir. Yönetim kurulu sadece yönetim fonksiyonunu üstlenmemekle birlikte denetim fonksiyonunu da yerine getirmektedir. Piyasa yönelimini Anglosakson sistemi kadar yüksek bir öneme sahip değildir. Alman sistemi kişisel çıkar ve dağıtılmış pazarlar kendi kuralları ile hareket ederler düşüncesi ile kurulmamıştır. Bu da uzun dönemli ve kar merkezci olmayan bir yaklaşımdır.

Bu sistemde kurumsal yatırımcılar azınlıktadır ve şirket kontrolü bağımlı üyelerin çoğunlukta olduğu yönetim kurulundadır. Bundan dolayı kontrol mekanizması bulunmamaktadır. Kurumsal yönetim uygulamalarında performansa dayalı ödüllendirme sistemleri net aktif değildir. Alman sisteminde kurumsal yönetim piyasa temeline dayanmamakla birlikte piyasaya karşı duyarlılığı ona paralel düşük seviyelerdedir.

1.2.3. Latin Kurumsal Yönetim Sistemi

Alman sisteminde olduğu gibi Latin sistemi de piyasaya karşı duyarsız bir yönelim sergilemektedir. Yönetim kurulunun yapısı genellikle tek fonksiyonludur. Ancak, Fransa opsiyonel bir yapı göstermektedir. Çıkar grupları Alman sistemine göre daha küçük gruplara parçalanmıştır. Holdingler ve aileler menfaat sağlayıcı olarak düşünülmektedir. Bu sistemde de kurumsal yatırımcılar azınlıktadır ve şirket kontrolü bağımlı üyelerin

³⁰ Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, Papatya Yayıncılık, 2006, s. 42.

³¹ Mustafa Doğan, **Kurumsal Yönetim**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2007, s.85.

çoğunlukta olduğu yönetim kurulundadır. Bundan dolayı kontrol mekanizması bulunmamaktadır. Sistemin temelini kâr oluşturmadığından uzun dönemli bir yaklaşım biçimi olarak görülmektedir. Kurumsal yönetim uygulamalarında performansa dayalı ödüllendirme sistemleri net aktif değildir. Alman sisteminde kurumsal yönetim piyasa temeline dayanmamaktadır. Piyasaya karşı duyarlılığı düşük seviyelerde kalmaktadır. Alman sisteminde kurumsal yönetim piyasa temeline dayanmamakla birlikte piyasaya karşı duyarlılığı ona paralel düşük seviyelerdedir.

1.2.4. Japon Kurumsal Yönetim Sistemi

Japon kurumsal yönetim sisteminde, sistemin adından da anlaşılacağı üzere, sistemi uygulan ülke olarak sadece Japonya yer almaktadır. Daha doğrusu tek ülke konumunda olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Bu yüzden sadece kendine özgü kurumsal yönetim sistemi benimsemektedir. Bu sistemde; yönetim kurulunun yapısının yönetim kurulundan ve vekilden oluşan çıkar gruplarının parçalı bir yapı gösterdiğinden, menkul kıymet borsalarının önemli olduğundan, mevcut kontrol mekanizmasının bulunmadığından, uzun vadeli olduğundan bahsedilmektedir.

Çizelge 3: Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması

	Anglosakson Sistemi	Kıta Avrupası Sistemi
İhtiyaç Duyulma Nedeni	-Büyük şirket sermayeleri -Gelişmiş sermaye piyasaları -Şirketlerin yüksek halka açıklık oranı -Likiditesi yüksek hisse senedi piyasaları	-Fazla hisse senedi yoğunluğu -Çok sayıda aile şirketinin varlığı -Likiditesi daha az hisse senedi piyasaları
Kurumsal Yönetim Modeli	-Şirket Yöneticileri -Yönetim Kurulu -Temsil Sorunu	-Hissedar -Yönetici -Temsil Sorunu(Ortaklık)
Denetim Mekanizması	Dışsal	İçsel
Piyasalardaki Hâkimiyet	Hissedarlar	-Bankalar -Çalışanlar -Holdinger -Hükümet -Diğer Finansal Kuruluşlar
Ekonomik İlişkilerin Süresi	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli

Anglosakson ve Kıta Avrupası şeklinde bir ayırım yapılmasının nedeni; Alman, Latin ve Japon sistemlerindeki benzerlik ve bu benzerliğin Anglosakson sisteminden ayrılmasıdır. Kıta Avrupası sisteminde hissedarlarla yöneticiler doğrudan bağlantı kurabilmektedir. Düşmanca ele geçirme de Anglosakson sistemine göre daha nadir görülmektedir. İngiltere'deki Cadbury Raporu ile kapsamlı kurumsal yönetim düzenlemeleri yapılmaya başlandığından kurumsal yönetim ile ilgili ihtiyaçların ilk olarak Anglosakson sistemini oluşturduğu görülmektedir. Bu çalışmanın temeli Anglosakson sistemini uygulayan ABD ve İngiltere olduğundan çalışmanın bu ve ilerleyen bölümlerinde ülkelerdeki kurumsal yönetim hakkında daha detaylı bilgiler verilecektir.

1.3. KURUMSAL YÖNETİMİN ARTAN ÖNEMİ VE POTANSİYEL FAYDALARI

Çıkar sahiplerinin haklarının korunması ve o hakların çıkar sahiplerine kullandırılmasını esas alan kurumsal yönetimin en iyi uygulaması da bu temele dayanmaktadır. Bu bakımdan şirket üzerinde hakkı bulunan çıkar sahiplerinin o haklarını kullanırken ortaya çıkabilecek haksızlık durumunda yasal yollara başvurabilmekte ve tazminat isteyebilmektedir. Şirket yönetiminin anlatılandan farkı asimetrik bilgi, vekil maliyeti ve yetersiz denetim konularında uzmanlaşmanın gerçekleşip gerçekleşmediğidir. Özellikle halka açık ve çok sayıda küçük hissedarlı şirketlerde, hisse sahiplerinin, üst düzey yöneticiler üzerinde etkin bir kontrol sistemi oluşturamaması, arada çıkar çatışmasının bulunması vekil maliyetine yol açmaktadır.³²

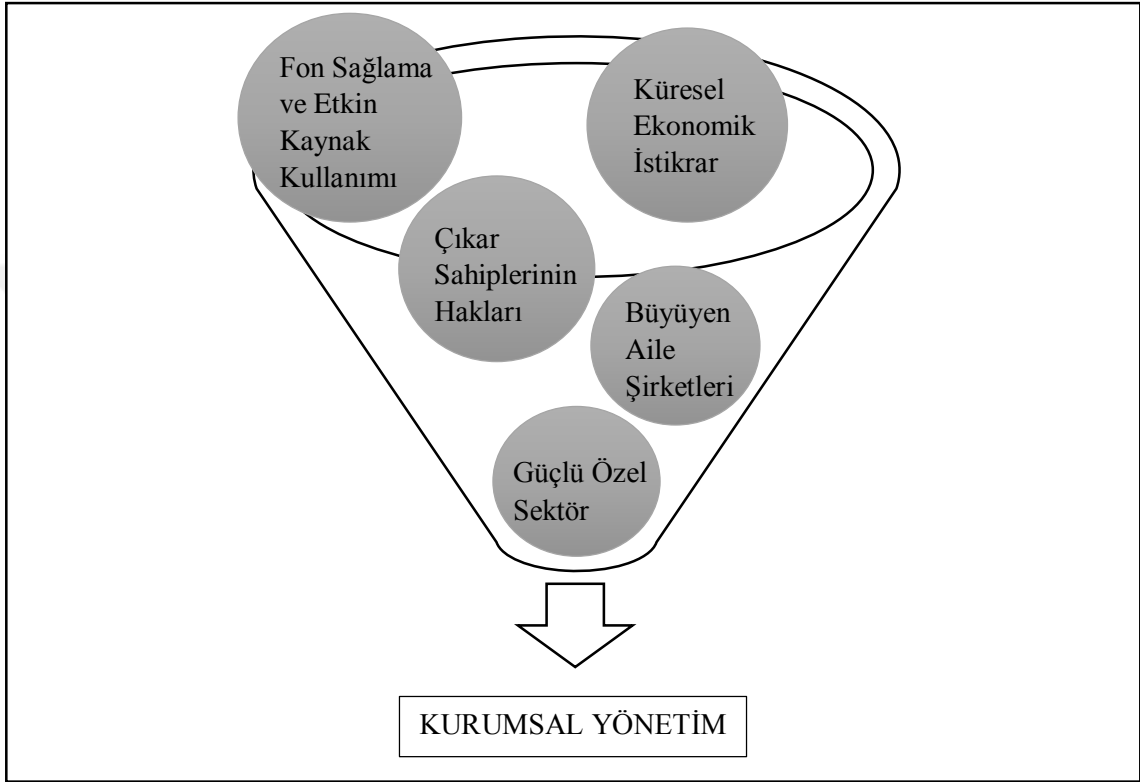
Aile şirketlerinin küçük yapıda olması ancak büyümeye odaklı hedefler belirlemesi ailenin yeterli iç kontrol sistemini geliştirememesi de vekil maliyetini doğurmaktadır. Şirket kaynaklarının üst düzey yöneticiler tarafından diledikleri şekilde kullanabilmesi ve şirketi kendi arzu ve hedefleri doğrultusunda yönetebilmesi aile şirketlerinde dezavantajlı olarak görülmektedir.

Büyümekte olan şirketler belli başlı şirket maliyetlerine katlanmayı göze almaktadır. Ancak her şirket yüksek maliyetle büyümeyi istememekle birlikte maliyet düşürücü yöntemler aramaktadır. İşin bu kısmında hem etkin ve verimli bir kaynak kullanımı

³² Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.15.

gerçekleştirmek hem de fon sağlama yollarına gitmek için iyi ve doğru bir kurumsal yönetim yapısı oluşturmaktadırlar. Ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre, oluşturulan kurumsal yönetim farklılık göstermektedir.

Şekil 2: Kurumsal Yönetimin Artan Öneminin Unsurları



1.3.1. Kurumsal Yönetimin Artan Önemi

Kurumsal yönetimin öneminin farkındalığı son otuz yılda ortaya çıkan özelleştirme dalgasıyla ortaya çıkmıştır. Günümüzde özelleştirmenin ülke standartlarını genişlettiği düşünülmektedir. Son zamanlar Türkiye’de oluşturulan Türkiye Varlık Fonu buna bir örnek olarak gösterilmektedir. İngiltere’de başlayan özelleştirme akımı Latin Amerika, Batı Avrupa ve özellikle eski Doğu Bloğu ülkelerinde kendini göstermiştir. Devletin, özelleştirilen şirketlerde, kamu adına ortaklık rolünü üstlenmesi tüm dünyada kurumsal yönetim kavramına yeni bir boyut getirmiş ve bu yeni boyutun geliştirilmesi adına adımlar atılmıştır. Özelleştirmelerde genelde halka arz yöntemi kullanıldığı için menkul kıymet borsalarının önemi artmış ve küçük yatırımcıların haklarının korunması

konusunun önemi daha dikkat çekmeye başlamıştır.³³ Özelleştirmeye bağlı olarak kurumsal yönetime daha fazla önem vermeye başlayan şirketler, kurumsal yönetim yapılarını şirket yapılarıyla uyumlaştırmaya başlamıştır. Bazı ülkelerdeki düzenlemeler uyma serbestisine tabi iken, bazı ülkelerdeki düzenlemeler yasal temele oturtulduğundan o serbesti ortadan kaldırılmıştır. Ülkelerin bu yasal yapıları ve düzenleyici otoriteleri yol gösterici nitelikte olduğundan şirketlerin izlemeleri gereken yolun sınırları belirlenmiştir.

Emeklilik fonları ve kurumsal yatırımcıların artması da kurumsal yönetimin varlığını gerekli kılan gelişmeler olmuştur. Kurumsal yatırımcılar, finansal sisteme yaptıkları katkılar ile tüm gelişmiş ülke ekonomilerinde önemli bir yere sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerin küresel piyasalarla bütünleşmesi, bu ülkelerin kullanabilecekleri fonların miktarını arttırarak ekonomik gelişimlerine büyük katkıda bulunmuştur. Öte yandan finansal bütünleşme gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını ve ekonomilerini gelişmiş ülkelerdeki gelişmelere açık hale getirmiştir. Dünyadaki sermaye piyasalarının bütünleşmesi ve özellikle AB'nin tek para birimi kullanmaya başlaması sonucu daha da büyüyen sermaye piyasaları, kurumsal yönetime olan ilgiyi arttırmıştır.

İyi kurumsal yönetim, şirketlerin kaynaklarını etkin bir şekilde kullanmaması sonucu oluşan verimsizlik ile yeterli düzeyde bilgi, beceri ve iş kabiliyetini bir araya getiremeyen yöneticilerin değiştirilmesini esas almaktadır. İyi kurumsal yönetimin ortaya çıkabilmesi için benimsenmesi gereken ilkeler, karar sürecinde menfaat sahiplerinin çıkarlarının gözden geçirilmesini vurgulamakta, bunun için gerekli araçları tanıtmakta ve farklı çıkarların dengeli bir şekilde şirket stratejilerine yansıtılmasının yolunu açmaktadır. Nihayetinde ise katılımcılık anlayışı güven unsurunu olumlu yönde etkilemektedir.³⁴

1.3.2. Kurumsal Yönetimin Potansiyel Faydaları

Kurumsal yönetim uygulamalarının etkin ve verimli bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için ilgili ülkenin kurumsal yönetim ihtiyaçları doğrultusunda düzenlenmesi gerekmektedir. Kurumsal yönetimin ekonomik etkinliği canlandırmakla birlikte büyümeye de yol açmaktadır. Firma değeri maksimum seviyeye ulaştığında kurumsal yönetim en etkili

³³ Özgür Çatıkkaş, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi, İstanbul, 2013, s.5.

³⁴ TKYD, **Nedir Bu Kurumsal Yönetim?**, s.8.

şekilde gerçekleştirilmiştir. Rekabetçi bir piyasa ekonomisinin yaratılması özel sektörün genişlemesine ve rekabetçi piyasa ekonomisinin yaratılmasına bağlanmıştır. Etkili bir kurumsal yönetimin sözü edilen bu ekonomik değişimlerden ekonomik yararları sağlayabilmek için anahtar bir role sahip olduğu gün geçtikçe anlaşılmaktadır.³⁵

Yapılan araştırmalar sonucunda iyi kurumsal yönetim uygulamalarının ülkelere getirdikleri sıralanmıştır. Örneğin, düşük sermaye maliyeti şirketin katlanmakla yükümlü olduğu sermaye maliyetindeki azalmayı ifade etmektedir. Finansman imkânı ile şirket likiditesinde artış, krizleri kolay atlatabilme ve sermaye piyasalarından dışlanmama, daha iyi performans gösterme, daha yüksek şirket değeri, daha yüksek kâr, daha yüksek satış büyüme oranı, daha yüksek hisse senedi getirisi, daha az risk gibi faydalar getirmektedir.

Çizelge 4: İyi ve Doğru Bir Kurumsal Yönetimin Faydaları

Şirketler ve Hissedarlar Açısından Kurumsal Yönetim	Ülke Ekonomisi ve Toplum Açısından Kurumsal Yönetim
Şirketlerde daha fazla hissedar değeri	Yatırım ortamının iyileştirilmesine doğrudan ve dolaylı katkı
Orta ve uzun vadede yüksek finansal performans	Kayıt dışı ekonominin azaltılması
Finansman sağlayan yatırımcılara güven sağlanması	Yolsuzluğun önlenmesi
Şirketlerde istikrarlı büyüme, birleşme ve satın almaların gerçekleşmesi	Ekonomik istikrarın sağlanması
Sektörel dağılımların bilinçli ve iyi bir yönetim tarafından gerçekleştirilmesi	Rekabet koşullarının iyileştirilerek eşitliğin sağlanması
Şirketlerin sürdürülebilirlikleri	Sürdürülebilir ekonomik kalkınmaya destek
Hissedarların pay oranlarına paralel adil ve dürüst davranışlar	Toplumsal olarak kalkınma eylemleri

Şirketler varlıklarını devam ettirebilmek için şirket içi düzenlemelere gitmek ve yönetim temelli yeni uygulamaları benimsemek zorunda kalmaktadır. Bu hem şirket için hem de ülke için iyileştirme politikası olarak yorumlanabilir. Bir başka politika olarak yorumlayabilecek durum ise, ülke ekonomisine katkı sağlayacak olan yatırımların iyileştirilmesiyle doğrudan ve dolaylı yatırımların arttırılmasıdır.

³⁵ Çatıkkaş, a.g.e., s.8.

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'NİN DOĞUŞU

2.1. TÜRKİYE'NİN KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNE UYUM SÜRECİ

OECD'nin kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemelerinin ardından Türkiye'de de şirketlerin yapıları, çevre koşulları, piyasaların işleyişi gibi faktörler göz önüne alınarak bazı sivil toplum kuruluşları, kamu kurum ve kuruluşları tarafından kurumsal yönetim ilkeleri yayımlanmıştır. Bu kurumsal yönetim ilkeleri toplumsal gelişmişlik seviyesinin artmasına, şirketlerin daha sağlıklı ve uzun ömürlü olmasına, ortaklık haklarının korunmasına, mali ve finansal durumun hesap verilebilirliğine öncelik tanımaktadır. Uygulanmasının zorunlu olmamasının yanı sıra değişim ve sürdürülebilirlik için kurumsal yönetim çalışmaları her geçen gün geliştirilmeye devam etmektedir.

Dünyada olduğu gibi Türkiye'de de ekonomik faaliyetlerin büyük kısmını aile şirketleri oluşturmaktadır. Genellikle Türkiye'de mevcut aile şirketlerinin varlıkları %25-30 civarında ve bu şirketlerin küçük ve orta ölçekli aile işletmeleri olduğu söylenmektedir. Küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin toplam işletmelere oranı ABD'de %97.1, Almanya'da %99.8, Japonya'da %99.4 ve Türkiye'de %98.8'dir. Diğer taraftan ABD'de kayıtlı şirketlerin %90'ı, İspanya'da %80'i, İtalya'da %95'i, İsviçre'de %85'i ve Türkiye'de %95'i aile şirkettir.³⁶ Türkiye'deki aile şirketlerinin kurumsal yönetim uygulamaları ileri düzey değildir. Çok küçük ve parçalı olan aile şirketlerinin varlığını sürmesi, kalıcı ve daha büyük şirketlere oranla daha düşük bir düzeydedir. Bu açıdan düşünüldüğünde aile şirketlerinin yapısı sağlam bir temele oturtulmalıdır.

³⁶ Nihat Alayoğlu, **Aile Şirketlerinde Yönetim ve Kurumsallaşma**, MÜSİAD Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2003, s.2.

Aile şirketlerinin yanı sıra uluslararası alanda yaşanan şirket vakalarının kurumsal yönetim uygulamalarını doğurması ve bu uygulamaların Türkiye üzerinde doğrudan bir etkisinin bulunmaması ülkemiz açısından olumlu bir gelişme olarak yorumlanabilir. Bunun sebebi, Türkiye'nin herhangi bir şirket vakasına karışmadan şirketler üzerinde kurumsal yönetim uygulamalarının oluşturulmaya başlanmış olmasıdır.

Çizelge 5: Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Yıl	Uygulamalar ve Olaylar	Yıl	Uygulamalar ve Olaylar
1956	Türk Ticaret Kanunu-Mevcut Yasal Yükümlülükler	2009	SPK Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği
1999	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri	2010	TÜSİAD Yönetim Kurulları İçin Kurumsal Yönetim Prensipleri
2002	TÜSİAD Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu	2011	SPK, Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ
2003	-SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri -SPK Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ -SPK Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği	2012	Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’e Dair TÜSİAD Görüşü
2004	-SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri -OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Revize -BİST Kurumsal Yönetim Derecelendirme Çalışmaları	2013	SPK, Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) ile Derecelendirme Kuruluşlarına Kurumsal Yönetim Notu
2005	-SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Revize -BİST Kurumsal Yönetim Endeksi İle İlgili Kurallar Kurumsal Yönetim İlkelerini İçeren Bankacılık Kanunu BDDK	2014	SPK, Kurumsal Yönetim Tebliği ile Derecelendirme Kuruluşlarına Kurumsal Yönetim Notlarının Güncellenmesi
2007	-SPK Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği güncellemesi -BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) hesaplanmaya başlanması	2015	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Güncelleme

Kurumsal yönetim uygulamalarının Türkiye’de SPK, TÜSİAD ve BDDK gibi kurum ve kuruluşlar tarafından ana hatlarıyla ilkeler ve tebliğler hazırlamaları şirketler ve toplum açısından sürdürülebilirlik seviyesini yükseltmesi amaç edinilerek gerçekleştirilmiştir.

2.1.1. TÜSİAD Tarafından Yayımlanan Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu

Türkiye’de kurumsal yönetim anlamında Türk Ticaret Kanunu’yla getirilen bazı düzenlemeler dışında ilk belli başlı uygulama TÜSİAD tarafından ortaya çıkartılmıştır. 2002 yılında TÜSİAD Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu tarafından "Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu" yayımlanmıştır.³⁷ Kurumsal yönetimin Türkiye’de kavramlaşması ve duyulmaya başlaması için bu çalışmada yönetim kurullarının vücut bulması, bağımsızlığı ve kurul gündemleri gibi konular üzerinde durulmuştur. Yayımlanan kodun, başta halka açık şirketler olmak üzere diğer tüm şirketlerin yönetim kurullarının yapısı ve işleyişi ile ilkeleri gönüllü olarak uygulamalarında bir kılavuz olması amaçlanmıştır.³⁸

Çizelge 6: TÜSİAD Tarafından Hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri

Maddeler	Madde Başlıkları	Maddeler	Madde Başlıkları
Madde 1	Yönetim kurulu ve sorumlulukları	Madde 9	Yeniden seçilme ve emeklilik
Madde 2	Yönetim kurulu üyeliği kriterleri	Madde 10	Yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirilmesi
Madde 3	Yönetim kurulu üyelik yapısı	Madde 11	Yönetim kurulunun ve icra başkanının performanslarının değerlendirilmesi
Madde 4	Yeni Yönetim Kurulu üyelerinin seçimi, davet ve intibakı	Madde 12	Yönetim kurulunun pay sahipleri, yatırımcılar, basın ve müşterilerle ilişkileri
Madde 5	Yönetim kurulu başkanı ve icra başkanının görevlerinin ayrılması	Madde 13	Yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayısı, yapı ve bağımsızlığı
Madde 6	Yönetim kurulu başkanının rolü	Madde 14	Komitelerin faaliyet süresi, toplantıların sıklığı, uzunluğu ve gündemi
Madde 7	Yönetim kurulunun üye sayısı ve karar alma mekanizması	Madde 15	Yönetim kurulunun işleyişi açısından diğer önemli hususlar
Madde 8	Yönetim kurulunun görev süreleri ve toplantıları	-	-

³⁷ TÜSİAD, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, 2002, (erişim), <http://www.tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/1877-kurumsal-yonetim-en-iyi-uygulama-kodu--yonetim-kurulunun-yapisi-ve-isleyisi>, 2016.

³⁸ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.53.

2.1.1.1. OECD ve TÜSİAD Kurumsal Yönetim İlkelerinin Karşılaştırılması

1998-1999 yıllarında dünyada meydana gelen şirket skandallarının ardından OECD tarafından kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmiştir. Türkiye’de de 2002 yılında TÜSİAD tarafından kurumsal yönetim ilkeleri ortaya konulmuştur. OECD’nin kurumsal yönetim ilkeleri beş ana maddeden oluşurken, TÜSİAD’ın kurumsal yönetim ilkeleri on beş maddeden oluşmaktadır.

Çizelge 7: OECD ve TÜSİAD Kurumsal Yönetim İlkelerinin Karşılaştırılması

Kurumsal Yönetim İlkeleri	Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri
Şeffaflık	Madde 3, Madde 10, Madde 12, Madde 13, Madde 15	Madde 4: Kamuoyuna Açıklama Yapma ve Şeffaflık
Hesap Verilebilirlik	Madde 1, Madde 2, Madde 3, Madde 4, Madde 5, Madde 6, Madde 7, Madde 8, Madde 9, Madde 10, Madde 11, Madde 13, Madde 14	Madde 5: Yönetim Kurulunun Sorumlulukları
Sorumluluk	Madde 1, Madde 4, Madde 13	Madde 3: Kurumsal Yönetimde Doğrudan Çıkar Sahiplerinin Rolü
Adillik	Madde 4, Madde 15	Madde 1: Hissedarların Hakları Madde 2: Hissedarların Adil Muamele Görmesi

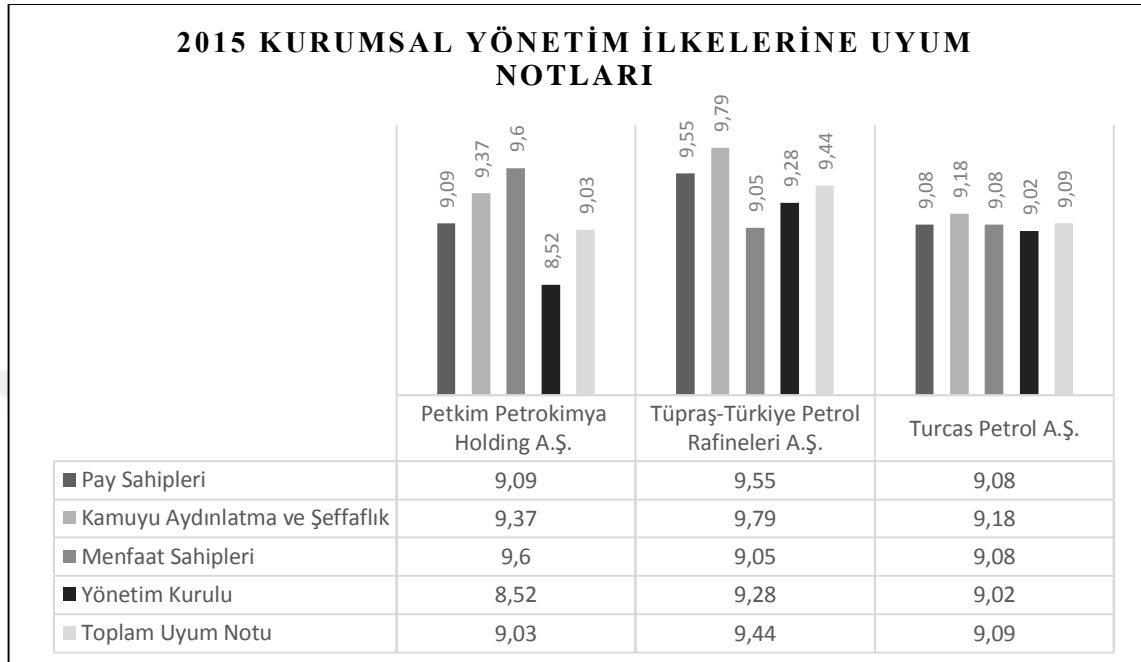
Kaynak: TÜSİAD, Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, 2002, s.30.

2.1.1.2. Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının İlkeler Temelinde Değerlendirilmesi

Kurumsal yönetim uyum raporları, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine göre her yıl düzenli olarak şirket konumunu saptamak için hazırlanan değerlendirme sonuçlarını ifade etmektedir. Bu beyanlarda, şirketin ortaklık yapısının ve mali durumunun şeffaflık dereceleri tespit edilmektedir. Şirketler, SPK ve diğer kurum/kuruluşlar tarafından belirlenen derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme notlarına göre hareket etmektedir. TÜSİAD’ın en iyi uygulama kodunun ardından SPK Kurumsal Yönetim

İlkeleri'ni yayımlamıştır. Son yayımlanan ve düzenlenen ilkeleri uygulayan şirketlere aynı veya benzer birkaç şirkete uyum raporlarına bakıldığında;

Şekil 3: Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının Sonuçları



Kaynak: Veriler Saha Rating Derecelendirme Raporlarından derlenmiştir.

Kurumsal yönetim ilkeleri uyum notları 6,00 ve üzerinde olan şirketler piyasada güven duyulabilecek şirketler olarak yorumlanmaktadır. Bu şirketler, kurumsal yönetim ilke politikalarına uygun bir şekilde hareket etmektedir. Şirketler; pay sahipliği, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu bakımından gerekli ve yeterli tedbir ve uygulamaları doğru bir şekilde gerçekleştirmektedir. Kriterlerin sağlandığına dair yazılı beyan niteliğinde olan bu belge, yerli ve yabancı yatırımcılara doğrudan veya dolaylı bir şekilde yatırım imkânı oluşturulabilmesi için yol göstermektedir.

2.1.2. SPK Tarafından Yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri

Küresel rekabette, şirketlerin uluslararası sermayeden yararlanabilmeleri için doğru ve iyi yönetimin büyük önem arz ettiğine inanan SPK, 23 Temmuz 2004 tarihinde özellikle OECD ilkelerini esas alarak, başta halka açık şirketler olmak üzere, özel sektör ve kamuda

faaliyet gösteren tüm anonim ortaklıklar tarafından uygulanabilecek kurumsal yönetim ilkelerini belirlemiştir.³⁹ SPK'nın hazırlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri, başlangıçta halka açık şirketler için düzenlenmiştir. Ancak, 2005 yılında revize edilerek halka açık şirketler dışındaki şirketler için de uygulama alanı yaratılmıştır.

Ana prensip, "uygula, uygulamıyorsan açıkla" olarak gündemde yerini almıştır. Bu prensipte göze batan halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini isteklerine bağlı olarak uygulamalarıdır. Ancak, ilkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına ilişkin gerekli açıklama ile belirtilen diğer hususlara yıllık faaliyet raporunda yer verilmesi ve ayrıca kamuya açıklanması gerekliliği bulunmaktadır.⁴⁰

Şekil 4: SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri Ana Başlıkları



2.1.2.1. OECD ve SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Karşılaştırılması

OECD'nin 1999 yılında oluşturduğu kurumsal yönetim ilkeleri 2004 yılında düzenlenmiş ve iki ana bölüm şeklini almıştır. SPK'nın OECD'yi temel alarak oluşturduğu kurumsal yönetim ilkeleri ise dört ana başlıktan meydana gelmektedir. Her kurumsal yönetim ilkesi bulunulan ülkenin koşullarına göre hazırlanmıştır. Bunların tek tek detaylarına girilmeden ana başlıklar hakkında kısa bilgiler verilecektir. Ancak genel itibarıyla OECD ve SPK farklı düzenlemelerden sonucu aynı ana başlıklar üzerinde değerlendirme yapmışlardır. SPK, OECD'yi temel almış ve ona göre kurumsal yönetim ilkelerini şekillendirmiştir.

³⁹ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.149-150.

⁴⁰ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.44.

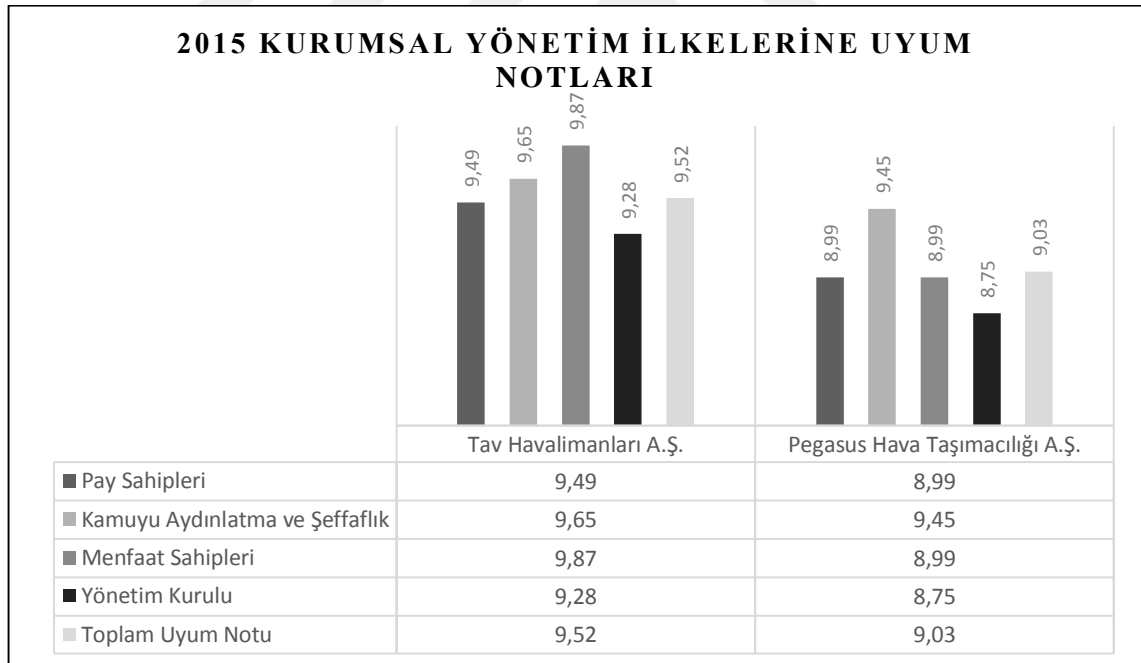
Çizelge 8: OECD ve SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Karşılaştırılması

OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ (2004)	SPK KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ (2005)
<p><u>BÖLÜM 1: OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi 2. Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri 3. Hissedarların Adil Muamele Görmesi 4. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü 5. Kamuya Duyuru Yapma ve Şeffaflık 6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları <p><u>BÖLÜM 2: OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ ÜZERİNE AÇIKLAYICI NOTLAR</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi 2. Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri 3. Hissedarların Adil Muamele Görmesi 4. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü 5. Kamuya Duyuru Yapma ve Şeffaflık 6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları 	<p><u>BÖLÜM 1: PAY SAHİPLERİ</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Pay Sahipliği Haklarının Kullanımının Kolaylaştırılması 2. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı 3. Genel Kurula Katılım Hakkı 4. Oy Hakkı 5. Azınlık Hakları 6. Kar Payı Hakkı 7. Payların Devri 8. Pay Sahiplerine Eşit İşlem İlkesi <p><u>BÖLÜM 2: KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçları 2. Şirket ile Pay Sahipleri, Yönetim Kurulu Üyeleri ile Yöneticiler Arasındaki İlişkilerin Kamuya Açıklanması 3. Kamunun Aydınlatılmasında Periyodik Mali Tablo ve Raporlar 4. Bağımsız Denetimin İşlevi 5. Ticari Sır Kavramı ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti 6. Kamuya Açıklanması Gereken Önemli Olay ve Gelişmeler <p><u>BÖLÜM 3: MENFAAT SAHİPLERİ</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası 2. Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımının Benimsenmesi 3. Şirket Malvarlığının Korunması 4. Şirketin İnsan Kaynakları Politikası 5. Müşteriler ve Tedarikçilerle İlişkiler 6. Etik Kuralları 7. Sosyal Sorumluluk <p><u>BÖLÜM 4: YÖNETİM KURULU</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Yönetim Kurulunun Temel Fonksiyonları 2. Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları ile Görev ve Sorumlulukları 3. Yönetim Kurulunun Oluşumu ve Seçimi 4. Yönetim Kuruluna Sağlanan Mali Haklar 5. Yönetim Kurulunda Oluşturulan Komitelerin Sayı, Yapı ve Bağımsızlığı 6. Yöneticiler

2.1.2.2. Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının İlkeler Temelinde Değerlendirilmesi

Kurumsal Yönetim Tebliği ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyulup uyulmadığı şirketlerin beyanlarında açıkça ifade edilmektedir. Uyulmayan kısımların gerekçeleriyle birlikte açıklanması SPK'nın Kurumsal Yönetim Tebliği'nde "uygula, uygulamıyorsan açıkla" prensibiyle belirtilmektedir. Şirketler kurumsal yönetim alanında en yüksek standartlara ulaşmak için gerekli adımları bu ilkelere uyarak gerçekleştirmeyi hedeflemektedir. Şirketler bu ilkeler ışığında esas sözleşmelerinde düzenlemeler yapabilmekte ve buna uygun hareket edebilmektedirler. Şirket ortaklık yapısının hak ve kullanımının düzenlenmesi de ilke gereğini oluşturmaktadır. Böylelikle şirket yönetim yapısının sağlamlaştırılması ve görevlerin şirket yönetim yapısına paralel bir şekilde dağılması hedeflenmektedir.

Şekil 5: Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının Sonuçları



Kaynak: Veriler şirketlerin KAP'ta yayımlanmış oldukları raporlarından derlenmiştir.

Kurumsal yönetim notunun yüksekliği, o şirketin kurumsal yönetim ilkelerine verdiği önemi ve bunu sürekli ve dinamik bir süreç olarak yürütmekteki isteklilik ile şirketin gereksinimi doğrultusundaki iyileştirilmelerin sonucu olarak değerlendirilebilir. Toplam uyum notu, şirketin ilke başlıklarının toplam değerlendirmesini oluşturmaktadır. Bazı

şirketler, pay sahipleri ve menfaat sahiplerinin notunu yüksek tutarken, bazı şirketler de kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulunu ön planda tutmaktadır.

2.1.3. Kurumsal Yönetimle İlgili Diğer Düzenlemeler

OECD'nin revize edilerek yenilenen kurumsal yönetim ilkelerinin temeli oluşturduğu ilkeler silsilesi, Türkiye'de TUSIAD tarafından maddeleştirilmiştir. SPK kurumsal yönetim ilkeleri ise, ülkemizde temel alınan kurumsal yönetim düzenlemelerini içermektedir. Ancak, Türkiye'de kurumsal yönetim kavramına sermaye piyasası mevzuatı dışında bankacılık mevzuatında da yer verilmiştir.

Bankalardaki mevcut kurumsal yönetim sistemi, bankanın kurumsal beklenti ve hedeflerinin oluşturulmasına, rutin fonksiyonel faaliyetlerin sürdürülmesine, ortaklar ve çıkar sahiplerinin haklarının korunmasına yönelik olarak yapılan uygulamaları ve bankaların verimli ve kaliteli faaliyet gösterebilmesini sağlayan düzenlemeleri ve süreçleri etkilemektedir.⁴¹

2.1.3.1. Kurumsal Yönetimle İlgili Diğer Düzenlemelerin Karşılaştırılması

Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından 2004 yılında BASEL II direktifleri yayımlanmıştır. BASEL II direktifleri, bankaların sermaye yeterliliklerinin ölçülmesine ve değerlendirilmesine ilişkin olarak Uluslararası Ödemeler Bankası bünyesinde oluşturulmuş ilkeler bütünüdür. Basel II uluslararası alanda 2007 yılında yürürlüğe girmiştir. Türkiye'de yürürlüğe girmesi ise daha ileri bir tarihte gerçekleşmiştir.⁴² BDDK tarafından 2006 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri ise, bankacılık sektöründe gerekli yapıyı sağlayacak prensiplerin bir araya getirilmesiyle oluşturulmuştur. Ülkemizde bankacılık alanında kurumsal yönetim düzenlenmesi tek bir sektörün üzerinde yoğunlaşmayı geri planda tutmaktadır. Ülkedeki her alanına sıçraması gereken bir kavram olduğu yapılan araştırmalar ve alınan performanslar sonucu görülmektedir. Bu anlamda, hangi ülke olursa olsun, kurumsal yönetimin etki alanını geniş tutmak gerekir.

⁴¹ Adnan Akın, Suphi Aslanoğlu, "İşlevsel ve Yapısal Açından Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim İşleyişi", **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, 2007, Sayı 61, s.2.

⁴² Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.160.

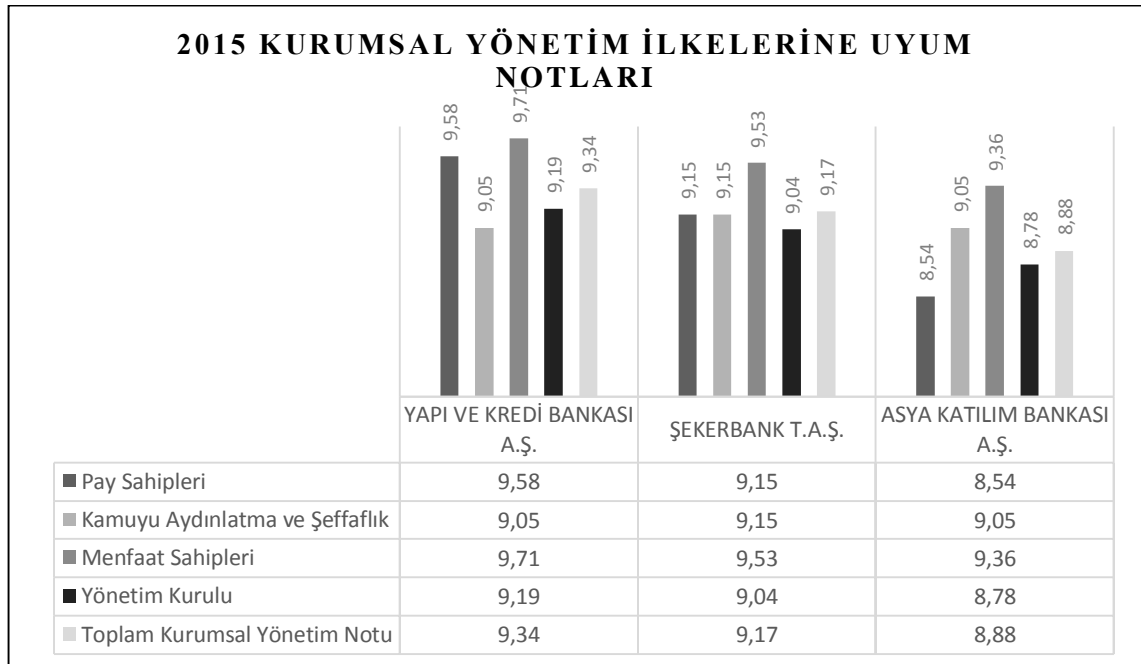
Çizelge 9: Bankacılıkta Kurumsal Yönetim İlkeleri

BASEL II Kurumsal Yönetim İlkeleri (2004)	BDDK Kurumsal Yönetim İlkeleri (2006)
Etkin risk yönetimi politikaları	Kurumsal değerler ve stratejik hedefler
Etkin iç denetim ve kontroller	Yetki ve sorumlulukların açıklanması
Şeffaflık	Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu
Yönetim kurulunun sorumlulukları	Üst düzey yönetimde görev bilinci
Üst düzey yönetimin sorumlulukları	Müfettiş ve bağımsız denetimcilerin etkinliği
-	Ücret politikasının uygunluğu
-	Şeffaflık

2.1.3.2. Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının İlkeler Temelinde Değerlendirilmesi

BDDK tarafından bankalar için kurumsal yönetim ilkeleri belirlenirken bankaların halka açıklık, borsada işlem görme durumları ile SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri hakkında ayrıca bir düzenlemeye gidilmemiştir. Bundan dolayı, halka açık ve borsada işlem gören bankaların hangi kurumsal yönetim ilkeleri dikkate alınarak değerlendirilmesi gerektiği hususunda bir açıklık getirilmemiştir.⁴³

Şekil 6: Seçilmiş Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının Sonuçları



⁴³ Güçlü, Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, s.52.

Yapılan seçilmiş şirket değerlendirmelerinin sonuçlarına göre SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri doğrultusunda, ilke ana başlıklarına uyumun şirket performansı ile gözle görülür bir paralellik olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerine göre hareket etmeyi baş görev olarak benimseyen şirketlerin, yıllık değerlendirmelerine göre tercih edilme oranlarında artış olduğu gözlemlenmiştir. Uyum notlarının %100 olma durumu henüz bir şirkette görülmemiştir. Ancak yüksek uyum notu alan şirket sayısı gün geçtikçe artmaktadır. Yukarıda seçilmiş bazı şirketlerin uyum notları verilerek örnek oluşturulmak istenmiştir. Bu şirketlerin detaylı araştırılması bu çalışmanın esasını oluşturmamaktadır.

2.2. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'NİN DOĞUŞU

Şirket yönetimlerini Maslow'un bir sözünden hareket ederek değerlendirecek olursak, "Elinde sadece çekiç olan, her şeyi çivi olarak görür." bu söz, herhangi bir durumun önüne çıkabilecek engellere hep aynı bakış açısıyla yaklaşmayı gerektirir. Oysaki elde bir anahtar olduğunu varsayarsak, çıkabilecek her sorunu açılacak bir anahtar olarak görmek mümkün olacaktır. Bu doğrultuda kurumsal yönetim olgusunu şirketler için bir anahtar olarak değerlendirmek yanlış olmayacaktır. Ülkemiz açısından kurumsal yönetim olgusunun sermaye piyasalarındaki anahtar rolü üzerinde durulduğunda, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin sermaye piyasalarındaki yeri ve etkinliğinin önemini vurgulaması gerekmektedir.

SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda Temmuz 2004'ten itibaren BİST'e kote şirketler kurumsal yönetim uyum raporlarını yayımlamaktadırlar. Sermaye Piyasası Kurulunca 2003 yılındaki toplantısında, kurumsal yönetim ilkelerindeki prensipleri uygulayan şirketlere yönelik BİST'te ayrı bir endeks oluşturulması, şirketlere istekleri doğrultusunda derecelendirme yaptırma zorunluluğu getirilmesi, her yıl kotta kalma ücretinin alınması şartıyla bazı indirimlerin sağlanması, metodoloji konularının sonuçlandırılmasına ilişkin BİST'e bildirimde bulunulmasına karar verilmiştir.⁴⁴ Bununla BİST bünyesinde olacak şirketlerin kurumsal yönetim konusunda belirli standartlar ve uygulamalara uymaları gerekmektedir.

⁴⁴ Sandıkçıoğlu, **a.g.m.**, s.27.

BİST Türkiye’de en iyi kurumsal yönetim uygulamalarının yerleşmesine katkıda bulunmak, ulusal sermaye piyasalarımızın kurumsal yönetim ilkelerinin ilgi çekmesi ve şirketlerce benimsenmesi için kurumsal yönetim endeksinin kuralları ve nasıl çalışacağına ilişkin BİST kurumsal yönetim endeksi temel kuralları adlı metni Şubat 2005 tarih ve 237 numaralı genelge ile kamuoyuna duyurmuştur.⁴⁵ Böylelikle endekse dâhil olan şirketlerin, kurumsal yönetim ilkelerine bağlı hareket ettikleri düşünülebilir. Endekste olan her şirket için derecelendirme yapılması ve bu notun 6,5’in altında olmaması şirketlerin olumlu değerlendirilebilmesi için bir gereklilik olarak görülmüştür.

2.2.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Ortaya Çıkışı

Dünyada kurumsal yönetim uygulamalarının tek tip olmaması ve her ülkenin kendi bulunduğu yönetim koşullara göre şekil almasından dolayı farklı kurumsal yönetim uygulamalarına gidilmiştir. Kurumsal yönetim kavramı, dünyanın en güçlü ve kendinden bahsettiren kuruluşları haline gelen şirketlerin "iyi yönetilmelerini" hedefleyen uygulamalar bütünüdür.⁴⁶ Bu tanımlamaya göre, her ülke kendi amacını ortaya çıkaran ve gözetleyen kurumu/kuruluşu ya da yaptırım mekanizması doğrultusunda kurumsal yönetim uygulamasına gitmektedir. Türkiye açısından bu durum değerlendirildiğinde, kurumsal yönetimi bağımsız ve uzlaşma yaratıcı oluşumların ortaya çıkardığı görülmektedir.

Kurumsal yönetim konusunda bilinçlendirme, eğitim, bilgilendirme, yöntem gösterme gibi amaçları benimsenerek hareket edilmektedir. Ülkemizde kurumsal yönetimin yatırım mekanizması olarak, üye olacak kuruluş ve kişilerin bu kurallara gönüllü uyması, uymazlarsa üye olamamaları gösterilmektedir. Aşağıda yer alan çizelgede Amerika, İngiltere ve Türkiye’nin kurumsal yönetimde farklı uygulamaları gösterilmektedir. Ayrıca çizelgenin yorumlanmasıyla ülkeler arasındaki gelişmişlik farkı da görülecektir.

⁴⁵ Hüseyin Dağlı, Hasan Ayaydın, **Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği**, 2007, s.5.

⁴⁶ Can Mert Sivacıoğlu, **Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasalarındaki Ölçülebilir Etkileri ve Bir Uygulama**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2008, s.77.

Çizelge 10: Karşılaştırmalı Kurumsal Yönetimde Farklı Uygulamalar

Ortaya Çıkış Silsilesi	Türkiye	Amerika Birleşik Devletleri	İngiltere
Ortaya Çıkaran (Hazırlayan)	Bağımsız ve uzlaşma yaratıcı oluşumlar	Amerika Kurumsal yatırımcılar, yatırımcı organizasyonları Amerika (GM, Texaco, BP Amoco) Şirketler	Borsalar/sermaye piyasaları komisyonları, Kurumsal yatırımcılar/yatırımcı organizasyonları
Oluşturulma Amacı	Kurumsal Yönetim konusunda bilinçlendirme, eğitim, bilgilendirme, yöntem gösterme	Kurumsal yatırım prensiplerini açıklayarak isteklerini bildirmek Şirketlerin kurumsal yatırım prensiplerini açıklayarak yatırımcı dostu olmak.	Borsaya kayıtlı şirketlerin kurumsal yönetim prensiplerine uymalarını sağlamak, kurumsal yatırım prensiplerini açıklayarak isteklerini bildirmek
Yaptırım Mekanizması	Üye olacak kuruluş ve kişilerin bu kurallara gönüllü uyması, uymazlarsa üye olamamaları	Azınlık haklarını kullanmak, uymayan şirketlere kötü not vermek ve yatırım yapmamak Yaptırım yok.	Halka açık şirketlerin borsaya kaydı için şart koşmak, azınlık haklarını kullanmak, uymayan şirketlere kötü not vermek ve yatırım yapmamak.

Ülkemiz ile aynı veya benzer kurumsal yönetim uygulamasına sahip Singapur, Hindistan, Brezilya, Güney Afrika gibi ülkeler örnek ülke olarak gösterilebilir. Bu ülkeler arasında dikkat çekici ortak nokta, hepsinin Türkiye’de dâhil gelişmekte olan ülke statüsünde olmasıdır. Aynı veya benzer kurumsal yönetim uygulamasına sahip bu ülkelerin gelecek yüzyıl içerisinde dünya ticaretinde hâkim ülkeler olacağı öngörülmektedir. Ülkemiz ve diğer bazı ülkelerin kurumsal yönetim uygulamaları doğrultusunda oluşturmuş oldukları ve kendi borsalarında hesapladıkları bir kurumsal yönetim endeksleri bulunmaktadır. Türkiye için Borsa İstanbul bünyesinde oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksi’nin

ortaya çıkışı, kurumsal yönetim prensiplerinin oluşturulmasından ve kuruluşlar ve şirketler tarafından benimsenmesinden sonra olmuştur.

Borsa Yönetim Kurulu'nun 23.02.2005 tarihli toplantısında, Kurumsal Yönetim Endeksi'nin kurumsal yönetim derecelendirme notunun 10 üzerinden en az 6 olan 5 şirketin Borsa'ya bildirilmesi halinde, Borsa Günlük Bülteni'nde yapılan duyurudan 1 hafta sonra hesaplanmaya başlanmasına karar verilmiştir. Söz konusu Yönetim Kurulu kararı, 23.08.2007 tarihinde Kurumsal Yönetim uyum notu Borsa'ya bildirilen şirket sayısının 5'e ulaşması sonucunda, 31.08.2007 tarihinden itibaren Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır.⁴⁷ Endeksin 5 şirket ile hesaplanmaya başlamasının ardından 2008 yılında 9 şirkete, 2011 yılında 35 şirkete ve 2016 yılında 48 şirkete ulaşması, bünyesini genişletmesi ve daha çok karşılaştırılabilir olmasına sebebiyet vermektedir.

2.2.2. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Oluşturulma Nedenleri

Dünyada oluşturulmak üzere harekete geçilen kurumsal yönetim kavramı birçok ülkede mevcut mevzuatını, kurumsal yönetim ilkelerini en iyi uygulama alanına çevirmek için yeniden düzenlemektedir. Dünyadaki uygulamalara paralel olarak, Türkiye'de de SPK tarafından kurumsal yönetim ilkeleri oluşturulmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası da, SPK'nın oluşturduğu bu kurumsal yönetim ilkeleri ışığında işlem görmekte olan halka açık anonim şirketleri, söz konusu ilkeleri uygulama yönünde desteklemek, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının yerleşmesine katkıda bulunmak, sermaye piyasalarının gelişimini sağlamak ve tasarruf sahiplerini bilgilendirmek amacıyla kurumsal yönetim ilkelerine uyumu derecelendirerek kurumsal yönetim endeksi hesaplanma çalışmalarına başlanmıştır.⁴⁸ 2013 yılında yapılan bir değişiklikle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın adı Borsa İstanbul olarak değiştirilmiş ve endeks isimlerinin başına BİST kısaltması eklenmiştir. Türkiye açısından ayrı bir endeks kodunun oluşturulması avantaj olarak görülmektedir. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi, BİST XKURY olarak

⁴⁷ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Halka Arz ve İMKB'de İşlem Görme**, İstanbul, 2008, s.22.

⁴⁸ Dağlı, Ayaydın, **a.g.e.**, s.5.

kullanılmaktadır. Aslında XKURY bir kısaltma olarak değil, kod olarak adlandırılmakta ve endekste bu kod ile yer almaktadır.

Dünya üzerinde yaşanan hızlı küreselleşme çabaları kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasına ve oluşturulan ilkeler ışığında kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başlanmasına neden olmuştur. Özel sektörün rolündeki artış, çalışan şirket sayısındaki veya şahıs sayısındaki artış olarak yorumlanabilir. Özellikle aile şirketlerinin ömrünün kısa süreli oluşu ve üçüncü kuşakların aile şirketlerine yaklaşımının negatif olması, aile şirketleri üzerinde kurumsal yönetimin benimsenmesi gerekliliğini doğurmuştur. Türkiye’de en eski aile şirketleri gıda sektöründe varlığını devam ettirebilmiştir. Kurumsal Yönetim Endeksi’nin oluşturulmasına zemin hazırlayan bir başka sebep ise rekabet edilebilirliğin artmasıdır.

Ülkenin ve şirketlerin iyileşen ekonomik koşulları, yönetici-lider vasfına sahip kişilerin bilinçli hareket etmesi, kurumsallaşma düşüncesini aşıl原因an kurum/kuruluşların varlığının artması; şirket politikalarının değişmesine, şirket vizyonlarının genişlemesine ve büyüme eğilimli hareketlerin artmasına neden olmuştur. Uzun ömürlü ve kalıcı bir şirket markası haline gelmek isteyen şirketler, Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni her dönem prensip olarak benimseyerek onlara uygun hareket etmektedirler. Aynı zamanda BİST 30 Endeksi’nde yer alan şirketlerden hangileri uyum notu derecelendirmesinde 6,5 ve üzerinde nota sahipse, o şirket veya şirketler, Kurumsal Yönetim Endeksi’nde işlem yapmaya başlamaktadır. Bu endekste şirketler, kurumlar ve şahıslar hatta devletler tarafından diğer şirketlere göre daha güvenilir ve ömürlü kabul edilmektedir.

2.2.3. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Ölçülmesi

Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin teoride şirketlere ve hissedarlarına fayda sağladığı varsayılmaktadır. Bu faydayı ölçmenin yöntemlerinden biri, kurumsal yönetim ile hisse getirisi arasında olumlu bir ilişki olup olmadığının analiz edilmesidir.⁴⁹ Ülkemizde hâlihazırda oluşturulmuş olan Kurumsal Yönetim Endeksi’ne bağımsız bir

⁴⁹ Saim Kılıç, **İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi**, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 2011, Cilt: 48, Sayı: 552, s.45.

derecelendirme kuruluşundan 10 üzerinden en az 7 alan şirketler bu endeks kapsamına alınmaktadır.

Endeksin vurgulanabilecek diğer amacı ise derecelendirme faaliyetlerinin yaygınlaşmasını sağlamaktır. Böylelikle düşük derecelendirme notu almak istemeyen şirketler, ilkeleri en iyi ve doğru bir şekilde uygulamaya gitme eğiliminde olacaktır. Bir başka amaç ise, şirket hisse senetlerinin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, Borsa İstanbul Gözaltı Pazar'ında işlem gören hisse senetlerinin bu endekse dâhil edilmemesidir. Borsa İstanbul'da işlem gören herhangi bir şirketle ilgili olarak olağandışı bir durum ortaya çıktığında, Gözaltı Pazarı, o şirketin hisse senetlerinin sürekli gözetim altında tutulması, herhangi bir işlem değişikliğinde yatırımcıların bilgilendirilmesi ve bunlara bağlı önlemlerin alınmasına yardımcı olmaktadır.⁵⁰

Endeks hesaplanması, derecelendirme notu 7 ve üzeri olan şirketlerin Borsa'ya bildirildiği 31.08.2007 tarihinden itibaren başlanmıştır. Başlangıç değeri olarak da fiili dolaşımda bulunan payların piyasa değeri olan 48.082,17 kabul edilmiştir. Bu piyasa değeri, 29.08.2007 tarihine ait bir değer olmakla birlikte, bu tarih de başlangıç tarihi olarak kabul edilmiştir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki kotta ve kayıta kalma ücreti endekse girdikleri tarihten itibaren; ilk 2 yıl %50, sonraki 2 yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 indirim uygulanmaktadır.⁵¹

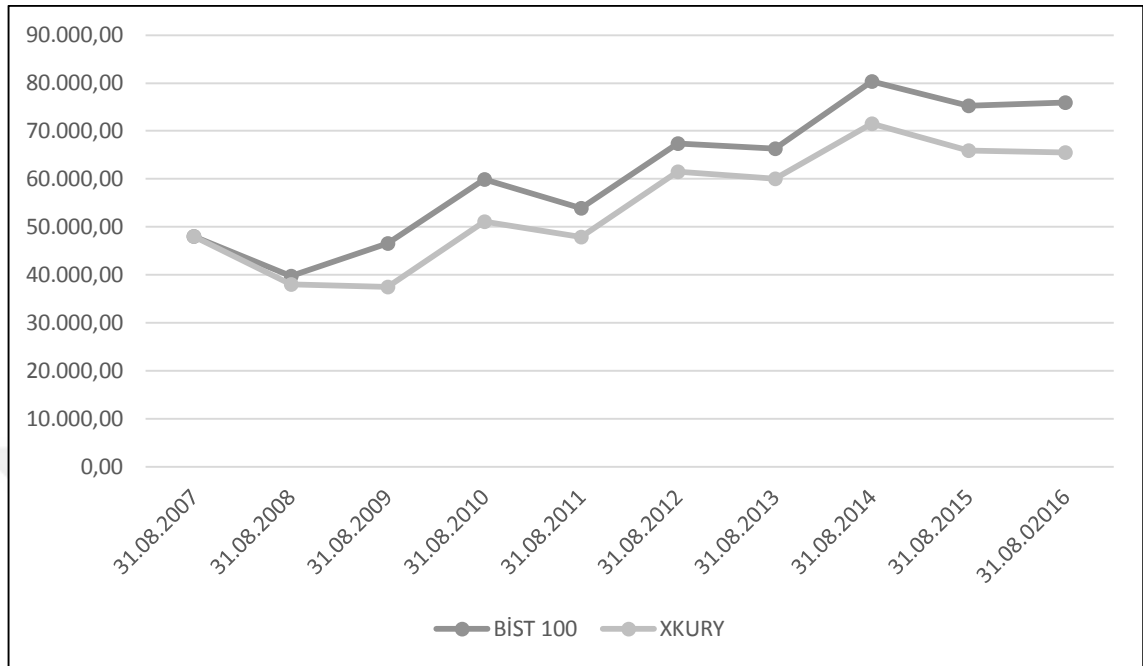
Yatırımcıların yatırım yapacakları şirket portföylerinin performanslarının sadece sağladıkları ortalama getirilerine göre değil, risk faktörünün de dikkate alınarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Portföy performansının ölçülmesinde, portföyün toplam getirisiyle portföyün riski karşılaştırılır. Portföyün getirisi olarak portföyün risk primi kullanılmaktadır. Portföyün riski olarak ise, yatırımın toplam riskini dikkate alan standart sapma ya da sistematik riski ifade eden beta katsayısı kullanılmaktadır. Risk primi hesaplandıktan sonra bu risk primi yatırım riskiyle karşılaştırılmaktadır.⁵²

⁵⁰ Finans Danışmanım, <http://www.finansdanismanim.com/gozalti-pazari-nedir-gozalti-pazari-islem-saatleri-nedir-hisse-senetleri-neden-gozalti-pazarina-alinir/>, (erişim: 09.09.2016), 2015.

⁵¹ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Kurumsal Yönetim Endeksi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İstatistik Müdürlüğü, İstanbul, 2010, s.3.

⁵² Dağlı, Ayaydın, **a.g.e.**, s.25.

Şekil 7: BİST 100 Endeksi İle BİST XKURY Endeksi'nin Yıllar İtibariyle Karşılaştırılması



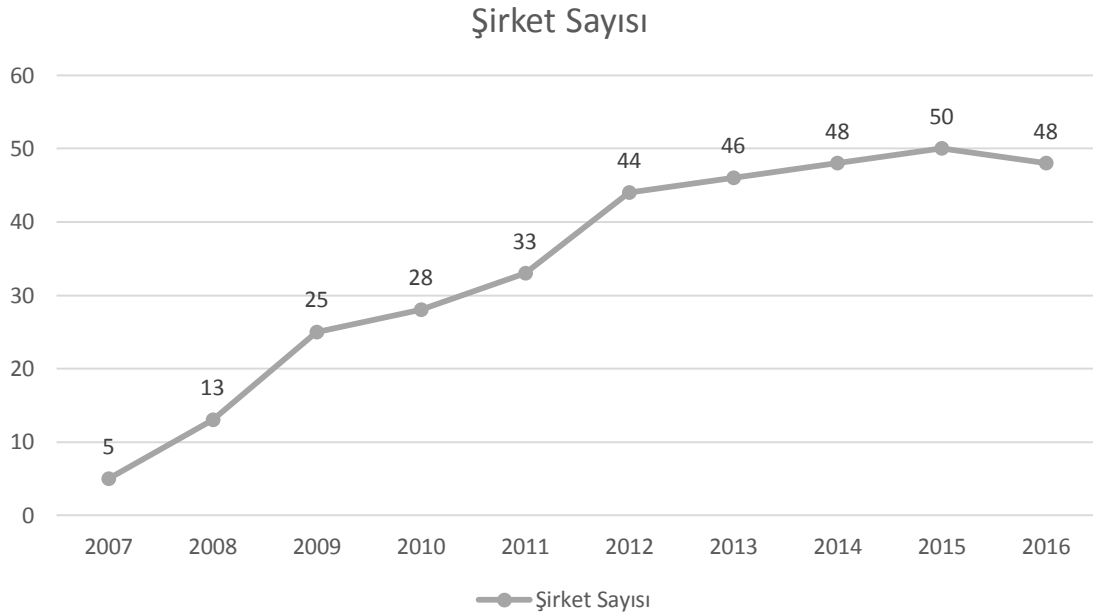
Kaynak: Veriler BİST Endeks değerlerinden alıntılanmıştır.

Başlangıç değerleri aynı olan iki endeksin dönem sonu değerlerinin birbirinden farklılaştığı, XKURY verilerinin BİST 100 verilerinin gerisinde kaldığı görülmektedir.

2.2.4. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne Dâhil Şirketler

Kurumsal Yönetim Endeksi'nin 2007 yılında 5 şirketin derecelendirme notlarının 6 ve üzerinde olmasıyla hesaplanmaya başlanması, daha sonraki yıllarda şirket sayısının artarak devam etmesine ve uyum notlarının yetersizliği durumunda endeksten çıkarılmasına neden olmuştur. Aynı zamanda BİST XKURY'da kayıtlı olmayıp SPK'nın belirlediği derecelendirme kuruluşlarından herhangi birinden derecelendirme yaptıran bazı şirketlerde yer almaktadır. Bu şirketler derecelendirme notlarını, şirket performanslarının yeterliliğini test etmek amacıyla almaktadırlar. Aşağıda endeksin hesaplanmaya başlandığı tarihten günümüze kadar dâhil olan şirket sayılarına yer verilmektedir. Aşağıdaki şekle göre, her yıl düzenli olarak bir şirket sayısında bir artış görülmemiştir. Bu durum şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun yetersiz olmasına bağlanmaktadır.

Şekil 8: Kurumsal Yönetim Endeksi'ne Dâhil Olan Şirketler



Kaynak: Şirket sayıları TKYD ve BİST'in yayımlarından derlenmiştir.

Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne ilk olarak, 07.03.2007 yılında Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş., 20.04.2007 tarihinde YY Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., 28.05.2007 tarihinde Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş., 02.08.2007 tarihinde Doğan Yayın Holding A.Ş. ve 23.08.2007 tarihinde Türk Traktör ve Ziraat Makinaları A.Ş.'nin katılmasıyla endeks kriterleri sağlanmış ve böylelikle endeks hesaplanmaya başlanmıştır.⁵³ Şirketlerin, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni oluşturulan dört ana bölümlerinden aldıkları derecelendirme notlarının genel ortalama notları 10 üzerinden en az 7 ve her ana başlık için 6,5 olanları endekse dâhil edilmektedir. Endekse dâhil olan şirketlerin toplam hisse sayıları, Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. tarafından saklanmaktadır.

⁵³ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.122.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'NİN GELİŞİMİ

3.1. BORSA İSTANBUL BÜNYESİNDEKİ KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'NİN OLUŞTURULMASI

Kurumsal yönetimin ülkemizde gelişimini sağlamak amacıyla oluşturulan en önemli uygulama BİST XKURY uygulamasıdır. Borsa Yönetim Kurulu, 2005 yılında yapmış olduğu toplantısında kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin oluşturacağı Kurumsal Yönetim Endeksi'nin kurulmasına karar vermiştir.⁵⁴ Bu kararın harekete geçmesi SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin yine SPK tarafından yetkilendirilen bir derecelendirme kuruluşundan almış oldukları uyum notlarının yeterliliği ile olmuştur. Derecelendirme notuna sahip şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amaçlanmıştır.

Çalışmaların asıl amacı, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlere ve sermaye piyasalarımıza sağlayacağı faydalardan en kısa sürede yararlanılmasının teşvik edilmesidir. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve ülkemiz açısından önemli yararlarından söz edilebilir. Konuya şirketler açısından bakıldığında, kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması, düşük sermaye maliyeti, finansman imkânlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmaması anlamına gelmektedir. Kurumsal yönetimin ülkelerin gelişmişlik seviyesine bağlı olarak ne derece etki edeceği ileriki bölümlerde detaylandırılmıştır. Konuya Türkiye açısından bakıldığında ise iyi kurumsal yönetim ülke izlenimini yükseltici, sermayenin ülke içinde verimli bir şekilde değerlendirilişi, ülke içindeki girişimlere yabancı yatırımcıların dâhil oluşu, genel itibariyle ekonomik rekabetin artışı, kriz yönetiminin en etkin şekilde gerçekleştirilişi, iç ve dış kaynak

⁵⁴ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.9.

kullanışı, refah artışı ve sürdürülüşü gibi olumlu ve gelişime açık bir izlenim vermektedir.⁵⁵

Kurumsal Yönetim Endeksi'nin oluşturulmasında bazı aşamalar bulunmaktadır. Bunlar; endekse alınma, endeksten çıkarılma, birleşme ve devir almalarında yapılan değişiklikler ve yeniden endekse alınmadır.

3.1.1. Endekse Alınma, Endeksten Çıkarılma, Birleşme ve Devralmalarda Yapılan Değişiklikler ve Yeniden Endekse Alınma

SPK'nın belirlediği bir derecelendirme kuruluşundan 10 üzerinden en az 7 uyum notuna sahip şirketlerin BİST XKURY kodlu endeksine dâhil olabilme olanağı esnek bırakılmıştır. Şirketlerin endekse katılımı, gönüllülük esasına dayanmaktadır. Endekse katılarak şirket performansları üzerinde değerlendirme yapma imkânı sağlanmaktadır. Şirketlerin finans ve sermaye piyasalarındaki durumunu, yerli ve yabancı yatırımcı güveninin sağlanmasını, finansal krizlere karşı direncini, şirket varlık değerleri hakkında bilgi edinilmesini, şirket yönetiminin şeffaflığını, şirket faaliyetlerindeki istikrar hakkında genellemesini, şirketlerin rekabet gücü ve buna bağlı olarak ülke imajındaki duruşunu şirket yönetimine, yatırımcılarına, ekonomistlere, bankalara, şirket ile alakalı kişi veya diğer kurumlara göstermektedir.

Kurumsal Yönetim Endeksi'nin oluşturulmasındaki ilk aşama, şirketlerin endekse alınmasıdır. Şirketler endekse, SPK tarafından yetkilendirilen bir derecelendirme kuruluşundan almış oldukları 10 üzerinden en az 7 ve her bir ana başlık için en az 6,5 olan uyum notları ile BİST pazarlarında işlem gören (Gözaltı Pazarı, C ve D Listesi hariç) şirketlerin hisse senetleri derecelendirme notunun Borsa'ya bildirildiği günü takip eden iş gününde endekse alınmaktadır.⁵⁶

Borsa İstanbul, şirketlerin işlem göreceği paylarını belirlenen kriterler doğrultusunda 4 grupta ele almaktadır. Bu gruplar A,B,C ve D gruplarıdır. 01.10.2010 yılında yapılan bir güncellemeyle C Listesi'nde yer alacak hisse senetleri, BİST endekslerinin hiçbirine dâhil

⁵⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ Seri: IV, No:41**, <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2008319&subid=0&ct=c> (erişim), 25.09.2016.

⁵⁶ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.25.

edilmemektedir. Aynı şekilde D Listesi'ndeki 4. Grup hisse senedi payları da diğer dâhil edilmeyen hisse senedi payları arasında yer almaktadır. Bu gruplar belirlenirken halka açık piyasa değerleri, fiili dolaşımdaki pay sayıları, fiili dolaşımdaki pay oranları, Gözaltı Pazarı'nda işlem görüp görmeme, menkul kıymet yatırım ortaklıkları büyüklüklerine bakılmaktadır. Buna göre; C grubu hisse senedi fiili dolaşımdaki hisse senedi değeri 10 milyon Türk Lirası'nın altındaki hisse senedi paylarından, D grubu hisse senedi ise Gelişen İşletmeler Piyasası, Serbest İşlem Platformu, Nitelikli Yatırımcı İşlemleri Pazarı veya Gözaltı Pazarı'nda işlem gören hisse senedi paylarından oluşmaktadır.

Gözaltı Pazarı; Borsa'da işlem gören şirket veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olağandışı durumların ortaya çıkması, şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli olarak aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemelere uyum konusunda gerekli özenin gösterilmemesi, yatırımcı haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin Borsa kotundan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması gibi şartlarda şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerin alınmasını gerektirmektedir.⁵⁷

Borsa'ya kote olmuş Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan Gözaltı Pazarı'na alınması, işlem görülen pazardan sürekli çıkarılması, işlem sıralarının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapalı kalması, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan yeni derecelendirme notunun asgari derecelendirme notundan düşük olması, derecelendirme notunun, verildiği tarihten sonraki 1 yıllık dönem sonuna kadar yenilediğine ilişkin bildirim KAP'ta yayımlanmaması, derecelendirme sözleşmesinin yenilediğine ilişkin bildirim, söz konusu sözleşmenin süresinin bitiş tarihine kadar KAP'ta yayımlanmaması, derecelendirme kuruluşunun Sermaye Piyasası Kurulu'nun Derecelendirme Kuruluşları Listesi'nden çıkarıldığının KAP'ta yayımlanması, derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlığının ortadan kalktığı KAP'ta yayımlanması ile endeksten çıkarılır.⁵⁸ Endekse dâhil etme veya endeksten çıkarılma durumlarının her biri KAP'ta yayımlanır.

⁵⁷ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.26.

⁵⁸ Borsa İstanbul, **Endeks Temel Kuralları**, <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=10>, (erişim), 25.09.2016. s.14.

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki paylar için birleşme ve devir işlemlerinde üç durum bulunmaktadır. Birincisi payları BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında olan bir şirket başka bir şirketi veya şirketleri devir alırsa ve derecelendirme notu 10 üzerinden 7'nin altına düşmediği sürece endeks kapsamında kalmaya devam edebilmesidir. İkinci durum ise, payları BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında olan bir şirket, kapsamda olmayan bir şirket tarafından devir alınırsa, devrolan şirket ortaklarına payların dağıtılmasına başlandığı gün geçerli olacak şekilde endeksten çıkarılır.⁵⁹

Kurumsal Yönetim Endeksi'nden çıkarılmış bir hisse senedinin endekse yeniden alınması, hisse senetlerinin tekrar işlem görmeye başladığı gün yeniden endekse dâhil edilir. Gözaltı Pazarı'ndan başka bir pazara geçiş yaptığı pazarda işlem görmeye başladığı tarihten itibaren yeniden endekse alınır. Kurumsal yönetim derecelendirme notu 7 ve üzerine çıkan hisse senetleri Borsa'ya bildirilmesinin ardından KAP'ta yayımlandığı tarihten itibaren ilk iş günü yeniden endekse geçer. Derecelendirme notunun yıllık olarak yenilenmemesi veya teyit edilmemesi nedeniyle endeksten çıkarılan hisse senetleri, yenileme veya teyit notunun en az 7 olması halinde Borsa'ya yapılan bildirim takip eden ilk iş günü yeniden endekse dâhil edilir.⁶⁰

3.1.2. Birden Fazla Derecelendirme Kuruluşundan Not Alınması

Şirketler isteklerine bağlı olarak birden fazla derecelendirme kuruluşundan derecelendirme notu alabilirler.⁶¹ Birden fazla derecelendirme kuruluşundan alınan derecelendirme notlarından en son bildirilen derecelendirme notu dikkate alınmaktadır. Ancak, şirket isteğine bağlı olarak istediği derecelendirme kuruluşundan derecelendirme notu almasında serbestlik tanınmaktadır. Borsaya bildirmiş olduğu en son uyum notu geçerli olabilmektedir. Bu derecelendirme kuruluşlarından herhangi birisinin derecelendirme sözleşmesi herhangi bir nedenle sona erdiğinde veya derecelendirme kuruluşunun SPK tarafından Derecelendirme Kuruluşları Listesi'nden çıkarılması

⁵⁹ Borsa İstanbul, **a.g.e.**, s.15.

⁶⁰ M. Kemalettin Çonkar, vd., **İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi İle Ölçümü Ve Kurumsal Yönetim Notu İle Analizi**, Afyonkarahisar, 2010, s.12-13.

⁶¹ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.27.

halinde diğer derecelendirme kuruluşu tarafından verilen not dikkate alınır.⁶² Endekse dâhil olacak şirketler için teşvik edici uygulamalar ve indirimler de uygulanmaktadır. Şirketlerin birden fazla derecelendirme kuruluşundan not alması, şirket içi değerlendirmelerinin daha açık bir şekilde yapılmasına imkân vermektedir. Şirket varlıklarının değerinin artıp artmayacağı, yönetim yapısının yeterlilik durumu, kamunun yeterince bilgilendirilip bilgilendirilmediği, şirket için hiyerarşinin şirket durumu hakkında bilgi sahipliği gibi durumların anlaşılmasına derecelendirme notları sayesinde daha net ulaşılmaktadır. Bazı şirketler Borsa'ya kayıtlı olmadıkları halde SPK tarafından belirlenen herhangi bir derecelendirme kuruluşundan derecelendirme notu alabilir. Ancak aldıkları derecelendirme notunun 7 ve üzerinde olması Borsa'ya kayıtlı olmadığından dolayı sadece şirket içi değerlendirmesine yaramaktadır.

3.1.3. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Hesaplanma Yöntemi

Şirketlere ait payların en son tescil edilmiş fiyatları, Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanması için kullanılmaktadır.⁶³ Tescil edilmeyen fiyatlar üzerinden herhangi bir endeks hesaplaması gerçekleştirilmemesi şirketlerin o paylar hakkında doğru ve geçerli işlem yapma yetisini sınırlandırmaktadır. Son zamanlarda, Türkiye dâhil diğer ülkelerde de halka açılma ve özelleştirmeler, şirket birleşmeleri ve devirleri, sermaye piyasalarındaki gelişmelere paralel Borsa'da işlem gören paylara arz ve talebin artması ile her türden yatırımcı değerlendirme konusuna ihtiyaç duymaktadır. Gerçek firma değerinin doğru tahmin edilebilmesi için hisse senedi piyasasındaki varlıkların yönetiminin sorumlu kişilerce yerine yapılmalıdır. Bu yüzden başta gerçek firma değerinin anlaşılması için kayıtlı işlem gerçekleştirmek şirketlerin yararına olmaktadır. Hisse senedi işlemlerinden dolayı geçerli olan hisse senedinin piyasa değeriyle şirket değeri hesaplanmaktadır. Aşağıda bu yöntemle şirket değerine nasıl ulaşılabileceği gösterilmiştir.⁶⁴

$$PD/DD = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Defter Değeri}$$

⁶² Çonkar, a.g.e., s.13.

⁶³ Elitaş, Yıldız, a.g.e., s.27.

⁶⁴ Cengiz Toraman, Mehmet Körpi, **Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası Ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama**, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan, 2015, s.4.

Şirket Değeri = Seçilen Piyasanın Ortalama PD / DD Oranı * Şirketin Değeri

Şirketlerin eski ve yeni hisse senetlerinin fiyatlarının ayrı olarak hesaplanmasıyla şirketlerin piyasa değeri ortaya çıkmaktadır. Ancak, piyasa değeri hesaplamasında, işlem sırası açılmayan “Yeni” hisse senetleri ve esas sermaye sisteminde yapılan sermaye artırımlarında, sermayenin tescil ve ilanına kadar Merkezi Kayıt Kuruluşu’nda oluşturulan geçici kaydi paylar için eski hisse senedinin fiyatı dikkate alınmaktadır. Ancak esas sermaye sisteminde olan ve temettü ödemedi sermaye artırımını yapan şirketlerin verdiği geçici kaydi paylar Borsa’da alınıp satılmamaktadır. Bundan dolayı, yeni hisse senedine dönüşüncüye kadar geçici kaydi payların fiyatı oluşmamaktadır. Buna bağlı olarak, eski hisse senetlerinin fiyatı geçici kaydi paylar için de geçerli kabul edilerek şirketin piyasa değeri buna göre hesaplanmaktadır.⁶⁵

Piyasa Değeri = Eski Hisse Senedi Sayısı * Eski Hisse Senedi Fiyatı +
Yeni Hisse Senedi Sayısı * Yeni Hisse Senedi Fiyatı

Eski hisse senedi, bir hesap dönemi içerisinde geçmiş yılın kârına ortak olarak kâr payı alma hakkı olan ve üzerinde geçmiş hesap döneminin temettü kuponunu taşıyan hisse senedir. Geçmiş hesap döneminin kâr payı kuponunu taşımadığı için kâr payı alma hakkı olmayanlar da yeni hisse senetleridir.

Endeks, kapsamında bulunan şirketlerin aynen saklamada bulunanlar hariç, MKK saklamasında bulunan hisse senetlerinin toplam piyasa değerleri ile ağırlıklı olarak hesaplanmaktadır.⁶⁶ Aşağıda endeks hesaplamasındaki formül gösterilmiştir.⁶⁷

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n (F_{it} * N_{it} * H_{it})}{B_t}$$

E_t = Endeksin t zamandaki değeri

n = Endekse dâhil olan hisse (şirket) sayısı

F_{it} = "i"nci hisse senedinin t zamandaki fiyatı

⁶⁵ Çonkar, **a.g.e.**, s.13.

⁶⁶ Çonkar, **a.g.e.**, s.14.

⁶⁷ Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, **İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları**, İstanbul, 2007, s.5.

N_{it} = "i"nci hisse senedinin t zamandaki toplam sayısı (Ödenmiş veya Çıkarılmış sermaye)

H_{it} = "i"nci hisse senedinin t zamandaki aynen saklamada bulunanlar hariç, MKK saklamasında bulunan miktarının sermayeye göre tamsayıya yuvarlanmış oranı

B_t = Bölenin (Düzeltilmiş baz piyasa değeri) t zamandaki değeri

Endekse düzeltme yapılırken endeks kapsamındaki hisse senetlerinin piyasa değerleri toplamında, hisse senetlerinin fiyatlarındaki hareketlilik dışında bir nedenle meydana gelen değişikliklerden dolayı düşüş veya yükselme olmasını engellemek amacıyla, endeks hesaplama formülünün paydasına düzeltme yapılarak endeksin devamlılığı sağlanmaktadır.⁶⁸ Endeksin düzeltilmesi aşağıdaki gibi yapılır;⁶⁹

$$E_t = \frac{PD_t}{B_t}$$

E_t = "t" günü endeks kapanış değeri (değişiklik öncesi)

PD_t = "t" günü endeks kapsamındaki hisselerin kapanış piyasa değeri

B_t = "t" günü bölen değeri

$$\frac{PD_t}{B_t} = \frac{PD_t + \Delta PD}{B_{t+1}}$$

$$B_{t+1} = 1 + \frac{\Delta PD}{PD_t} * B_t$$

ΔPD = Tanımlanan şirket faaliyetleri nedeniyle toplam piyasa değerinde meydana gelen değişiklik

B_{t+1} = " t + 1 " gününde kullanılacak bölen değeri

E_{t+1} = Değişiklik sonrası endeks değeri

$$E_t = E_{t+1}$$

⁶⁸ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.28.

⁶⁹ Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, **a.g.e.**, s.5.

İşlem gören şirketlerin sermaye artırımını ve/veya temettü ödemelerinin Türk Lirasından farklı bir para birimi cinsinden gerçekleştirilmesi halinde, endekslerin bölen değerinin düzeltilmesinde, ilgili işlemin başlangıç tarihinden bir önceki iş gününe ait döviz kuru kullanılarak Türk Lirasına çevrilen tutarlar kullanılmaktadır.⁷⁰

3.1.4. Fiyat Endeksleri ve Getiri Endeksleri

Fiyat Endeksleri menkul kıymetler açısından değerlendirildiğinde, birincil değil ikincil sermaye pazarında işlem gören her tür menkul kıymet için kullanılmaktadır. Bu menkul kıymetlerin fiyatlarındaki herhangi bir değişimin incelenmesi için bu endeks hazırlanabilir. Fiyat Endeksleri piyasada işlem gören tüm menkul kıymetler için hazırlanabilmekle beraber genellikle menkul kıymet borsalarında işlem gören hisse senetleri için hazırlanmaktadır.⁷¹ Getiri Endeksleri ise, Fiyat Endeksleri gibi hisse senetlerindeki değişimleri ele almaktadır. Burada şirketlerin ödedikleri kâr paylarını da dikkate alınmaktadır. Bu bakımdan Kurumsal Yönetim Endeksi'nde şirket faaliyetleri ile ilgili oluşabilecek düzeltme durumlarında Fiyat ve Getiri Endekslerinden yararlanılmaktadır.

BİST Pay Endeksleri hem fiyat hem de getiri olarak hesaplanmaktadır. Fiyat Endeksi ve Getiri Endeksi arasındaki tek fark nakit temettü ödemelerinde ortaya çıkmaktadır. Nakit temettülerde, Getiri Endeksinin bölen değerinde ödenen temettünün endekse dâhil paylara ağırlıkları oranında yatırıldığı varsayımıyla düzeltme yapılırken, Fiyat Endeksinin bölen değerinde ödenen temettünün portföy dışına çıkarıldığı varsayımıyla düzeltme yapılmamaktadır.⁷² BİST Pay Endekslerinin hem fiyat hem de getiri endeksi olarak hesaplanması, payların piyasada karşılaştırılmasını kolaylaştırmaktadır. Temettülerin düzeltilmesi gerçek zamanlı verilere ulaşılmasını sağlamaktadır.

Kısaca BİST Pay Endekslerinin hepsi hesaplanma ve ağırlıklandırılma şekli bakımından aynı ancak endeks gruplarındaki yer farklılık göstermektedir. Bu da endeks gruplarındaki değişikliğin şirket sayılarına bağlı olduğunun bir göstergesi olarak görülmektedir.

⁷⁰ Borsa İstanbul A.Ş., **İMKB Pay Endeksleri Temel Kuralları**, İstanbul, 2014, s.8.

⁷¹ Eskişehir Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi, **Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar**, 2011.

⁷² Borsa İstanbul A.Ş., **a.g.e.**, s.3.

Çizelge 11: Endekslerde Düzeltme Yapılmasını Gerektiren Şirket Faaliyetleri Ve Düzeltmelerin Yapılma Zamanları

Endeks	Faaliyet Türü	Düzeltme Zamanı
Getiri Endeksi	Nakit temettü ödemesi	Temettü ödemeye başlandığı tarihi (net temettü tutarı)
Fiyat ve Getiri Endeksleri	Rüçhan hakkı kullanılarak nakit karşılığı sermaye artımı	Payın; - Ağırlıklı ortalama fiyatı ve/veya temettü ve bedelsiz hakkı kullanılmış olarak hesaplanan fiyatı, rüçhan hakkı kullandırma fiyatına eşit veya yüksekse, rüçhan hakkı kullanımı başlama tarihi - A.O.F. ve/veya hesaplanan fiyatı rüçhan hakkı kullandırma fiyatının altındaysa, sermaye artırım sürecinin tamamlandığının KAP'ta yayınlandığı günü takip eden iş günü
Fiyat ve Getiri Endeksleri	Rüçhan hakkı kullanılmayarak nakit karşılığı sermaye artırımını	- Artırılan sermayeyi temsil eden payların tahsisli satışında, satış işleminin bitişini takip eden iş günü - Halka arz edilmesi halinde satış işleminin bitişini takip eden 4. günü
Fiyat ve Getiri Endeksleri	Endekslere yeni pay alınması	Yeni payın endekse alındığı gün
Fiyat ve Getiri Endeksleri	Endekslerden pay çıkarılması	Payın endeksten çıkarıldığı gün
Fiyat ve Getiri Endeksleri	Fiili dolaşımdaki pay oranının değişmesi	MKK tarafından haftanın son iş günü için ilan edilen değişimler takip edilerek, değişim büyüklüğüne bakılır.
Fiyat ve Getiri Endeksleri	Şirketlerin birleşmesi	İhraç edilen kaydi payların dağıtım tarihi
Fiyat ve Getiri Endeksleri	Şirketlerin bölünmesi	İhraç edilen kaydi payların dağıtım tarihi
Fiyat ve Getiri Endeksleri	Halka arzlarda satışa hazır bekletilen payların satışı	Satışın yapıldığı ayı takip eden ayın dördüncü iş günü
Fiyat ve Getiri Endeksleri	Birden fazla payı ayrı sıralarda işlem gören şirketlerde işlem gören payların sayısını değiştiren pay dönüşümü	Pay dönüşümünün yapıldığına ilişkin açıklamanın KAP'ta yayımlandığı günü takip eden iş günü

3.2. KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRMESİ

Sermaye Piyasası Kurulu'nun derecelendirme faaliyeti ve bu derecelendirmeyi yapacak kuruluşlara ilişkin tebliği 8 Aralık 2003'te yürürlüğe girmiştir. Buna göre, kurumsal yönetim derecelendirmesi, "ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının Kurulca yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti" olarak tanımlanmıştır.⁷³ Kurumsal yönetim kavramı birçok ülke, şirket ve yatırımcılar tarafından benimsendikten sonra, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının ulusal ve uluslararası alanda karşılaştırılabilmesi ihtiyacı doğmuştur. Bu ihtiyaç doğrultusunda, kurumsal yönetim derecelendirme metodolojileri geliştirilerek uygulama alanı yaratılmıştır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi, kurumsal yönetim ilkelerinin şirketlerdeki oluşturulmuş olan kurumsal yönetim mekanizmalarının ne denli uygulandığını sorgulayan ve bu sorgulama sonucu kalitesini ölçen niteliksel derecelendirme faaliyetidir. Genelde yapılan şirket mali durumlarının somutlaştırılması olan geleneksel kredi ve finansal risk derecelendirmelerinden farklı olarak, pay sahibi haklarını da göz önünde tutarak şirketlerin yönetim kalitelerini inceleyen bir derecelendirme sürecidir.⁷⁴ Kurumsal yönetimin farklı şirketlerde ne ölçüde uygulandığını, farklı şirketlerle göreceli karşılaştırmasının yapılabilmesini, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarında nerede olduklarını, iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketleri örnek alabilmeleri açısından derecelendirme faaliyeti önem arz etmektedir.

3.2.1. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Derecelendirilmesinin Ortaya Çıkış Nedenleri

Derecelendirmeyi yaparken farklı ülkelerde yerleşik halde bulunan şirketleri göreceli olarak sıralamanın zor olduğu söylenmektedir. Hangi ülkenin hangi yapısının dikkate alınacağı şüphelerini en aza indirmek amacıyla tarafsızlık, şeffaflık, sorumluluk ve hesap verebilirlik gibi ilkeler değişik hukuksal sistemlerdeki farklı kurumsal yönetim

⁷³ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.152.

⁷⁴ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.64.

yapılarına not verirken en fazla önem verilen ortak unsurlardandır.⁷⁵ Kurumsal yönetim ilkelerinin tüm şirketler tarafından aynı ölçüde uygulanmaması, şirketlerin kurumsal yönetim uyum derecelerinin standart, karşılaştırılabilir ve anlaşılabilir bir şekilde ölçülmesi gerekliliği neticesinde derecelendirme faaliyetleri, kurumsal yönetim kuruluşları ve derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmaktadır. SPK, tarafından derecelendirme faaliyetinde bulunacak kuruluşlar belirlenmiştir ve derecelendirme notu bağımsız olarak verilmektedir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin ekonomideki tüm taraflarca benimsenme düzeyinin artması ve kurumsal yönetim uygulamalarına önem veren yabancı yatırımcıların ulusal şirketlere yaptıkları yatırımlarının artması ve bu eğilimde hareketlilik olması derecelendirme faaliyetlerinin daha da artmasına neden olmuştur.⁷⁶

SPK, tarafından derecelendirme faaliyetinde bulunacak kuruluşlar belirlenmiştir. Belirlenen bu kuruluşlar tarafından şirketlere derecelendirme notu bağımsız olarak verilmektedir. Kurul, derecelendirme kuruluşlarını kendi metodolojilerini belirlemek üzere serbest bırakmaktadır. Fakat SPK'nın bu serbestisi belirlenen metodolojiyi kontrol etmeyeceği anlamına gelmemektedir. Aynı zamanda yapılacak olan derecelendirme talebe bağlı olarak veya talebe bağlı olmadan gerçekleştirilebilir. Talebe bağlı olmadan yapılan derecelendirme çalışması, kamuya açıklanmasından hemen önce işletmeye bilgi verilmektedir. Ayrıca, talebe bağlı olmayan kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi çalışmasına işletmenin birbirini izleyen 3 hesap dönemi süresince devam edilmektedir. Verilen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notu, en fazla 6 aylık dönemler itibarıyla gözden geçirilerek, kamuya açıklanmaktadır. Talebe bağlı kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmelerinde, derecelendirme kuruluşu ile müşteri sözleşme imzalamakta ve imzalanan sözleşme Kurula gönderilmektedir.⁷⁷

Derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme yapabilmesi için gerekli alt yapıyı oluşturması gerekmektedir. Yeterli organizasyon, teknik donanım, mekân, belge ve kâğıt

⁷⁵ O. Kaan Kızıroğlu, **Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uygulamalarının Esasları**, Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonomi Hukuku, Tezli Yüksek Lisans Projesi, 2005, s.35.

⁷⁶ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.65.

⁷⁷ Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, vd., **Kurumsal Yönetim**, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, Şubat, 2016, s. 125.

düzeni sayılabilecek alt yapıları sistemlerini oluşturması, derecelendirme faaliyetinin daha sağlıklı gerçekleştirilmesine zemin hazırlamaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme uzmanı ve derecelendirme komite üyelerini bularak gerekli organizasyonu kurması ve bu organizasyon şemasının çalışmaya başlamasına yarayacak belge ve kâğıt düzenini tedarik etmesi de gerekmektedir. Aynı zamanda işlem gerçekleştirmek için teknoloji çağına uyum sağlayacak teknik donanımı kurdurması, buna göre hareket etmesi gerekmektedir.

Çizelge 12: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Uyum Derecelendirmesi Ağırlıkları

Bölüm Başlıkları	Derecelendirme Ağırlıkları (2005)	Derecelendirme Ağırlıkları (2013)
Pay Sahipleri	%25	%25
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	%35	%25
Menfaat Sahipleri	%15	%15
Yönetim Kurulu	%25	%35

Kaynak: SPK'nın 01.02.2013 tarih ve 4/105 sayılı toplantı sonuçlarından derlenmiştir.

3.2.2. Kurumsal Yönetim Notlarının Kullanıcıları ve Kullanım Nedenleri

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi niceliksel değil niteliksel esasların öne çıktığı bir derecelendirme türüdür. Bunun nedeni ise kurumsal yönetim kavramının niteliksel olması, rakamlarla değil daha çok davranış biçimleriyle tanımlanmasıdır. Bu özellikle kurumsal yönetim uyum derecelendirmesinin kredi derecelendirmesinden farkı ortaya konulmuştur.⁷⁸

Şirketlerin elde edecekleri kurumsal yönetim notları, şirketlerin kendi iç değerlendirmelerini yapabilmelerine yardımcı olmaktadır. Bunun dışında şirketlerin birbirleri hakkında değerlendirmede bulunulmasına olanak tanımaktadır. Kurumsal yönetim notları kullanıcıları arasında yatırımcılar, çoğunluk ve azınlık hissedarlar, borç verenler, yöneticiler, Yönetim Kurulu üyeleri, kanun koyucular, denetimciler, yöneticilerin sorumluluklarına karşı sigorta poliçesi düzenleyenler, risk altına giren sigorta şirketleri, finansal aracılar ve danışmanlar, analistler, akademisyenler gibi şirketin

⁷⁸ Sandıkçioğlu, **a.g.m.**, s.9.

yarattığı katma değeri nasıl paylaştığı ile alakalı olan kişiler bulunmaktadır. Her kişi veya kuruluş verilen notu kişi ve kuruluş politikaları doğrultusunda değişik amaçlarla kullanabilmektedir.⁷⁹

Kurumsal yönetim notları, daha çok çoğunluk ve azınlık hissedarlarca, şirketteki menfaatlerinin ne ölçüde korunduğunu ölçmek için kullanılmaktadır. Aynı zamanda şirketin hissedarlarca şeffaflığının anlaşılması amacını taşımaktadır. Borç verenler, kreditorler, yatırımcılar ve şirket ile alakalı diğer kurumlarca, borç verme kararında rehber olmak, yönetimin borç verenlerin menfaatlerini ne ölçüde koruyacağına dair bilgi edinmek, borç yenileme ve yeni borç verme kararlarında yardımcı olmak amacıyla not değerlendirmesi yapılmaktadır. Yönetim Kurulu üyeleri de şirketi değerlendirmek, kurumsal yönetim uygulamalarında rehber olmak, bilgi sağlamada kolay erişilebilirlik ve şeffaflığı sağlamak amacını gütmektedirler. Yöneticiler ise, yatırımcı ilişkilerini kuvvetlendirmek maksadıyla bazı yasal yayınlarda kullanmak, kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmek ve rehber olmak amaçlarını taşımaktadır.⁸⁰

3.2.3. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Kısıtlamaları

Derecelendirme kuruluşları, şirket içi gizli bilgilere şirket Yönetim Kurulu kadar hâkim olmadıklarından hata payını dikkate almadan hareket edebilmektedirler. Bu da notun doğruyu gösterip göstermediği konusunda tartışmaya neden olmaktadır. Derecelendirme esnasında da nicel verilerden daha az yararlanılması, nitel yorumlamaların daha çok öne çıkması daha öznel bir değerlendirme olmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda en iyi derecelendirme notunun hangi derecelendirme kuruluşu tarafından verileceği de öznel değerlendirmeler sonucu ortaya çıkmaktadır.⁸¹

Kurumsal yönetim modellerinin her ülkede farklılık göstermesi o ülkenin hukuksal ve yönetsel sistemlerine göre şekillenmektedir. Buradan yapılacak olan derecelendirmeye, o şirketin benimsemiş olduğu kültürü ön plana almak ve verilecek notun o kültür temel alınarak verilmesi sonucunu doğuracaktır.

⁷⁹ Kızıroğlu, **a.g.e.**, s.38.

⁸⁰ Sandıkçioğlu, **a.g.m.**, s.15.

⁸¹ Kızıroğlu, **a.g.e.**, s.35.

Şirket mukim olduğu ülke şartlarından ve ülkedeki kurumsal yönetim uygulamalarından etkilenmektedir. Ülkedeki hukuki, denetimsel altyapı, bilgi akışı imkânları, piyasa koşulları ve bu çevresel faktörlerin şirketteki kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesine olan etkileri önem verilmesi gereken hususlardır.⁸² Bu noktalara dikkat edildiği zaman söz konusu derecelendirmeler, özellikle sınır ötesi şirketlere yatırım yapan uluslararası yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır.

3.2.4. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Faaliyetinde Bulunan Ulusal ve Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları

Kurumsal yönetim ilkelerini kabul eden ülkelerde, şirketlerin ilgili kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelerinin ölçülmesine yönelik olarak derecelendirme kuruluşları faaliyette bulunmaktadır. Bu kuruluşların derecelendirme faaliyetleri, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının, faaliyette buldukları ülkede kabul edilen kurumsal yönetim ilkeleri karşısındaki durumunu ortaya koymaya yönelik derecelendirme çalışmalarıdır. Finansal derecelendirme yapan şirketlerin bazıları kurumsal yönetim ilkeleri uygulamalarını ayrıca değerlendirerek derecelendirirken, bazıları ise yaptıkları finansal derecelendirmeler içinde bir konu olarak kurumsal yönetim uygulamalarını değerlendirmektedirler.⁸³ Bu değerlendirmelerin dışında ayrı bir derecelendirme notu kamuya açıklanmamaktadır.

Çizelge 13: Ulusal ve Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları

Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	Standards and Poor's Corp.
Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.	Moody's Investor Service Inc.
JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.	Fitch Ratings Ltd.

Kaynak: SPK'nın Kurumsal Yönetim Derecelendirme Faaliyeti ile ilgili açıklamasından alıntılanmıştır.

⁸² Standard and Poors, **Kurumsal Yönetim Rating Metodolojisi**, Temmuz 2003, s.16.

⁸³ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.66.

Yukarıdaki tabloda Türkiye’de kurulan ve Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları gösterilmiştir. Bu kuruluşların Türkiye’de kurulmalarının yanı sıra kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirmesi yapmak amacıyla faaliyet gösterdiği bilinmektedir. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri, Türkiye’nin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş ilk yerel derecelendirme kuruluşudur. Türkiye’de derecelendirilen BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girmeyi hak etmiş BIST’e kote firmalarla birlikte halka açık olmayan BIST dışı firmaların yaklaşık üçte ikisi SAHA tarafından derecelendirilmiştir.⁸⁴

Yukarıdaki tabloya tekrar bakıldığında Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunmasına Kurulca izin verilen uluslararası kuruluşlar da görülmektedir. Yalnız burada dikkat edilmesi gereken Standards and Poor's Corp., Moody's Investor Service Inc. ve Fitch Ratings Ltd. derecelendirme kuruluşları, kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirmesinden ziyade kredi derecelendirmesi faaliyeti gerçekleştirmektedir.

Çizelge 14: Kredi Derecelendirmesi Yapan Ulusal ve Uluslararası Kuruluşlar

Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	Standards and Poor's Corp.
JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.	Moody's Investor Service Inc.
Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	Fitch Ratings Ltd.
Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.	-
TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	-

Uluslararası sermaye hareketlerinin artmasının bir sonucu olarak, şirketlerin ulusal kurumsal yönetim derecelendirmelerinin yanı sıra uluslararası kabul görmüş kurumsal yönetim ilkeleri karşısındaki durumları da değerlendirilmeye başlanmıştır. Bu amaca

⁸⁴ Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., **Kurumsal Yönetim Derecelendirme Metodolojisi**, 2016, s.1.

yönelik olarak bazı uluslararası kurum ve kuruluşlar tarafından uluslararası kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılmıştır. Belirlenen ilkelere hareketle uluslararası geçerliliği olan derecelendirme çalışmalarına başlanmıştır. Söz konusu uluslararası derecelendirme kuruluşları tablodaki gibidir. Bu kuruluşlar tarafından yapılan kurumsal yönetim derecelendirme faaliyeti, şirketlerin çeşitli kurum/kuruluş veya kişilerce yatırım yapılabilirliğinin değerlendirilmesine yardımcı olmaktadır.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN DÜNYADAKİ GELİŞİMİ VE DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ

4.1. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİMİ OLUŞTURAN UNSURLAR

Kurumsal yönetim uygulamalarının dünyada geçerli tek tip bir uygulama alanına sahip olmadığı düşüncesi her ülkenin ekonomik, siyasi, kültürel çevresinin farklı olduğu görüşüne dayandırılmıştır. Şirketlerin ülke ekonomisindeki yerleri, ülke ekonomisine sağladığı yararları göz önüne alındığında ortaya kurumsal yönetim kavramı çıkmaktadır.

Kurumsal yönetim düzenlemelerinin dünyada yoğun bir biçimde gündeme gelmesi, 90'lı yılların başından itibaren olmuştur. Başta Avrupa'da kendini gösteren kurumsal yönetim kavramı, ardından dünyada da hızla yayılmıştır.⁸⁵ Dünyada özellikle son on yıl içinde kurumsal yönetim konusunda pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların arkasındaki temel güdüler daha çok hesap verebilirlik ve sorumluluk ile hisse senedi piyasası yatırımcılarının daha iyi korunması hususlarında gündemde olan eksikliklerdir.

Ülkelerin kendilerine özgü hukuki altyapıları, kültürel ve politik ortamları, işletme tarzları ve hissedarlık yapıları nedeni ile kurumsal yönetim konusundaki çalışmalar her ülkede farklı yapıdaki kurumlarca yapılmıştır. Bu çalışmalar; bazı ülkelerde hükümet organları tarafından atanan ve iş dünyasının tanınmış kişilerinin, yatırımcı temsilcilerinin, akademisyenlerin ve mesleki örgüt temsilcilerinin de dâhil olduğu komiteler tarafından yürütülürken, bazı ülkelerde de borsalar veya düzenleyici otoriteler tarafından yürütülmüştür. Kurumsal yönetim ilkelerine veya kodlarına uyum bazı ülkelerde isteğe bağlı olarak serbestken bazı ülkelerde uygulama veya açıkla prensibine dayalıdır. Diğer bir

⁸⁵ Sivacıoğlu, a.g.e., s.60.

ifadeyle şirketler bu ilkelere uyup uymama konusunda serbesttir, ancak uymamaları durumunda bunun nedenini kamuya açıklamak zorundadır. Bazı ülkelerde kurumsal yönetim kodlarını veya ilkelerini kanun halinde formüle ederek zorunlu hale getirmiştir.⁸⁶

Şirketlerin faaliyetleri ve nasıl iş yaptıkları dünya bazında takip edilir hale gelmesiyle birlikte ortaya çıkan şirket skandalları, kurumsal yönetim kavramını iş dünyasının, akademisyenlerin ve devletlerin gündemine oturtmuştur.⁸⁷ Kurumsal yönetim düzenlemelerinin iş hayatının gerçeklerine ve piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak gözden geçirilip yeniden kurgulanabilir bir yapıya sahip olması, ülkelerde mevcut kurumsal yönetim ilkelerinin periyodik olarak revize edilmesine olanak tanımaktadır. 1990'lı yıllardan bu yana gelişmelere paralel olarak birçok ülkede zaman içinde farklı kod ve rehberler ile güncellenerek yeniden yayımlanmıştır.⁸⁸

Dünya üzerinde ürünlerin, fikirlerin, kültürlerin ve dünya görüşlerinin alış verişinden kaynaklanan gelişim ve değişim olarak ifade edilen küreselleşme; toplumsal düzeydeki siyasi ve ekonomik ilişkilerin de dünya çapında yaygınlaşması şeklinde ifade edilmektedir. Bu bağlamda küreselleşme, ülkelerin gelişmesini kaçınılmaz hale getirmekte ve kurumsal yönetimi oluşturmaktadır. Aşağıda bu unsurlar incelenecektir.

4.1.1. Özelleştirme ve Kurumsal Yönetim Reformları

Devletlerin koşullara göre uyguladıkları küçülme politikaları, yap-işlet-devret şirketler ve özelleştirmeler, kurumsal yönetimin uygulanışını gerekli kılmıştır. Büyüyemeyen şirketlerin kurumsal yönetim politikalarındaki açık durumların zorunlu bir iç denetime tabi tutulması gerekliliği ortaya konulmuştur. Bu sorunlar yönetsel olarak ortaya çıkmaktadır. Bunu gidermek için de bazı şirketlerde özelleştirmeye gidilmiştir. Bu çalışmalar, küresel boyutta ele alınmakta ve küresel sonuçlar hedeflenmektedir.

Gerçekleştirilecek özelleştirmenin başarı derecesi ile şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama performansı arasında bir bağlantı bulunmaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri, her şeyden önce, özelleştirilecek kuruma olan güvenin artırılmasını

⁸⁶ Çatıkkaş, **a.g.e.**, s.9.

⁸⁷ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.11.

⁸⁸ Uğur Altın, **Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim Kavramı ve Türkiye Uygulaması**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2006, s.44.

hedeflemektedir. Fakat zayıf yasal ve kurumsal ortamlarda, hisselerin düşük bedelle halka satışı ile yapılan özelleştirmeler genellikle başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Özelleştirme programlarının doğru kurumsal yönetim uygulamalarıyla desteklenmemesi halinde uzun vadede beklenen performansın elde edilmesinin mümkün olmadığı görülmüştür.⁸⁹

Doğru kurumsal yönetim uygulamasının gerçekleştirilememesi özelleştirme açısından düşünüldüğünde yönetim kargaşasına sebep olabilmektedir. Yönetimde söz sahibi olmak isteyen yöneticilerin durumu çıkar çatışmasına neden olabilmektedir. Şirket yöneticileri, şirket varlıklarını diledikleri gibi elden çıkarıp azınlık hissedar haklarını istismar edebilir. Aynı zamanda şirket politikalarını kurumsal yönetime uyarlamaya çalışan şirketler, bağlı oldukları düzenlemelere uymakla yükümlüdürler. İlke düzenlemelerini gerçekleştiren kişi veya kuruluşlar ya da devlet, kurumsal yönetim uygulamalarına yön vermek amaçlı reformlar gerçekleştirebilir.

4.1.2. Borsalarda Uygulamaya Konulan Katı Kurallar

Yakın geçmiş tarihte yapılan bir düzenlemeye göre Sermaye Piyasası Kurulu, borsada işlem görecekt payları dört gruba ayırmıştır. A, B, C ve D grubu olarak ayrılan payların işlem esaslarının farklılaştırılması, uyulması ve sağlanması gereken bazı kuralları beraberinde getirmiştir. Borsa'ya girecek payların rastgele yerleştirilmesi söz konusu olmamakla birlikte, payların değerleri de göz önüne alınmaktadır. Borsa'ya kote olmanın şartlarının zorlaştırılması, yatırımcıyı korumak ve piyasaya olan güveni sağlamak için, kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda hareket etmeyi gerektirmektedir.

Dünyada, sermaye piyasalarını düzenleyici kuruluşlar ve borsaların büyük çoğunluğu kurumsal yönetim ilkelerini aradıkları şartlar arasında sıralamışlardır. Bu ilkeler doğrultusunda, üyelerin sorumlulukları, bağımsız yönetim kurulu üyesi olmasının şartları, yönetim kurulu üyeleri ile şirket üst yönetimi arasındaki ilişkiler, yönetim kurulu üyelerinin mali hak ve menfaatlerinin tespiti, üyelerin oryantasyonu ve eğitimi, yeni yöneticilerin atanması ve yönetim kurulu üyelerinin performanslarının ölçülmesi gibi bilgilerin borsaya sunulmasını istemektedirler.⁹⁰

⁸⁹ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.34.

⁹⁰ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.37.

Yapılan araştırmalar ve uygulamalar göstermiştir ki, bütün dünyada kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda uygulanan borsa kuralları çerçevesinde iki borsa dikkatleri üzerine çekmiştir. Bahsedilen bu iki borsalar, Brezilya BOVESPA Borsası'nın alt borsası olan Novo Mercado ve İtalya Milano Borsası'nın alt borsası olan Star Borsası'dır. Bu borsalar kurumsal yönetim ilkelerini aktı bir şekilde uygulayan borsalar olarak tarihe geçmiştir. Katı şekilde uygulanan kuralları sayesinde, şirket hisse değerlerinin arttığı borsa uygulamaları ile gözlemlenmiştir.

Çizelge 15: Novo Mercado Borsası'nın ve Star Borsası'nın Katı Kurumsal Yönetim İlkeleri

Novo Mercado Borsası	Star Borsası
Üç ayda bir yayımlanan mali tabloları, konsolide mali tabloları ve nakit akım tablolarını açıklamak	şirketlerin atama komite üyelerinin %100'n bağımsız üyelerden oluşturmak
Üç ayda bir zet bağımsız denetim raporu yayımlamak	şirketlerin %100'nde iç denetim departmanları oluşturmak, %98'inde iç denetim komitelerinin varlığını tespit etmek ve bu komitelerin %77'sini bağımsız üyelerden oluşturmak
Minimum halka açıklık oranı % 25 olmak	Hak ve menfaatlerin tespiti için oluşturulan komite üyelerinin %97'si icracı olmayan üyelerden oluşturmak
Borsada işlem gören hisse senetleri ile ilgili sürekli güncel bilgi sunmak	şirketlerin %59'unda yönetim kurulu yılda 5 ile 9 defa toplamak
Yılda en az bir defa kamuyu aydınlatma toplantısı düzenlemek	şirketlerin %87'si genel kurulda hissedarlara yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerini sunmak
Yıllık şirket faaliyetleri takvimi yayımlamak	şirketlerin %100' stok opsiyon planları hazırlamak
şirket üst yönetimi ve hâkim ortakların şirket faaliyetleri ile ilgili aylık bilgi vermek	-
şirketin net değerı 200.000 R\$ açan sözleşmeler hakkında bilgi yayımlamak	-

Kaynak: Bu çizelge Novo Mercado Borsası ve Star Borsası kılavuzlarından derlenmiştir.

Bu çalışma, Brezilya Borsa'nın ve İtalya Borsası'nın kurumsal yönetim ilkeleri bazında uygulamakta olduğu düzenlemeleri içermediğinden, tabloda verilen bilgiler dışında bilgi verilmeyecektir. Amerikan ve İngiltere borsalarına bakıldığında, uygulamakta oldukları

kurumsal yönetim ilkeleri Brezilya ve İtalya'nın alt borsalarının uyguladıkları kadar katı ve yaptırımcı değildir. Amerikan ve İngiltere borsalarının detaylı incelenmesi son bölümde gerçekleştirilecektir.

4.1.3. Şirket Derecelendirme Notunu İyileştirme Çabası

Şirketler, derecelendirme faaliyetlerinin sonunda almış oldukları notu, ister şirket içi değerlendirmelerinde isterse de şirket dışı değerlendirmeye tabi tutturabilir. Mühim olanın şirket derecelendirme sürecinin sonunda, tahsis edilen notu sadece yatırım yapılabilirlik olarak değerlendirmemesidir. Alınan derecelendirme notunun, şirket için iyi kurumsal yönetim uygulamalarının ne ölçüde yerine getirdiğini göstermektedir. Yeterli kurumsal yönetim uygulaması gerçekleştirilmeyen şirketlerin aldıkları not düşük olmaktadır. Dolayısıyla şirketler alınan bu düşük notu iyileştirme çabalarına gideceklerdir. Eğer ki şirket uluslararası düzeyde derecelendirilmek istiyorsa, derecelendirilme sürecine ilgili ülkenin verilerini de dâhil etmek durumundadır.

Gerçekleştirilecek iyi bir kurumsal yönetim uygulaması, iyi bir risk yönetimini de beraberinde getirir. Bu bakımdan derecelendirme kuruluşları, yaptıkları değerlemelerle, şirketin gelecekteki riski konusunda görüş beyan etmektedirler. Derecelendirme kuruluşlarının denetim fonksiyonunun olmamasına rağmen bir anlamda doğru kurumsal yönetimin uygulanıp uygulanmadığının gözetimini yapmaktadırlar.⁹¹ Bu bakımdan derecelendirme kuruluşları, mikro ve makro bazda şirket değerlendirmesi gerçekleştirmektedir. Mikro bazda; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu değerlendirilirken, makro bazda; piyasa altyapısı, yasal altyapı, düzenleyici çevre ve bilgilendirme altyapısı değerlendirilmeye alınmaktadır.

Uluslararası derecelendirme faaliyetini gerçekleştirmek isteyen şirketlerin, başvuracakları üç büyük derecelendirme şirketi bulunmaktadır. Bunlar; Standards and Poor's Corp., Moody's Investor Service Inc. ve Fitch Ratings Ltd. şirketleridir. Standards and Poor's Corp., kurumsal yönetim analizini önceleri kredi analizinden ayrı yaparken, 2006 yılından bu yana kredi değerlemelerinin içinde yer vermektedir.

⁹¹ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.44.

4.1.4. Birleşme ve Devralmalar

Ülkemiz için düşünüldüğünde, 1980 kararlarından sonra ihracata yönelik bir sanayileşme politikası izlenmiş ve bu bağlamda dışa açılma eğilimleri artmıştır. Dolayısıyla dış ticaretimizde artış olmuş ve yabancı ülkeler ülkemize yatırım yapma düşüncesine girişmişlerdir. Günümüze gelindiğinde yabancı şirketlerin, birleşme ve devralmalarda en ön planda şirketlerin, kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda riski daha az olan şirketlere yöneldikleri göz ardı edilemeyecek bir unsur halindedir.

Küreselleşen dünyanın önündeki engellerin ve kısıtların kalkmasıyla birlikte, birleşme ve devralmalar kurumsal yönetim kontrol mekanizması olarak gündeme gelmiştir. 80 kararlarından sonraki ilk on yılı kapsayan devralmalar, çatışma halindeki şirketlerin devralmasına ilişkin durumlar, devralmanın borçlanarak gerçekleştirilmesi kurumsal yönetimi önemli açıdan ele alan durumlar olmuştur. Borçlanılarak gerçekleştirilen devralmalarda borç alınan kaynağın hangi kaynak olduğu da önem taşımaktadır. Dış kaynaktan borçlanması durumunda da uygulanması ve uyulması gereken prosedürler bulunmaktadır.

Şirket birleşme ve devralmaları, hissedar adaylarının birleşilecek veya devralınacak sermaye şirketlerinin tüm aktif ve pasiflerine bir şekilde ortak olmasını ifade etmektedir. Bu nedenle de, gerçekleştirilecek hisse devir işlemlerinin karar aşamasında adayların ne tür riskler üstleneceğinin öngörebiliyor olmasının büyük önemi vardır.⁹²

Dünyada kurumsal yönetimi ortaya çıkaran unsurlar olarak sayılan özelleştirme ve kurumsal yönetim reformları, borsalarda uygulamaya konulan katı kurallar, şirket derecelendirme notunun iyileştirme çabası ve birleşme ve devralmaların yanında küresel krizin doğurduğu piyasayı düzenleme çabaları, yaşlanan nüfus ve kurumsal yönetim olgusunun oluşumuna etken küreselleşme de sayılabilecek diğer unsurlardır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının zorunluluğunun, küresel temelli krizlerin dünyada başta finansal ardından siyasi ve hukuksal açıdan derin etkiler uyandırmasıyla şekillendirilmesi gözlerden kaçmamaktadır. 2008 krizinde dünyadaki mevcut piyasa disiplinlerinin piyasayı düzenleme açısından yeterli olmadığı, bu bağlamda da piyasayı

⁹² Umut Kolcuoğlu, Mahmut Barlas, **Birleşmeler, Devralmalar ve Etik Riskler**, <http://www.tice.org.tr/birlesmeler-devralmalar-etik-riskler/> (erişim 04.10.2016), 2016.

düzenleyici yeni uygulamaların ya da mevcut uygulamalara yeni düzenlemelerin getirilmesi söz konusu olmuştur. Burada denilebilir ki küresel ölçekte riskler yönetilmiş ve yönetilen bu riskler için kurumsal yönetim performansları artırılmıştır.

John Haley'in "Dünyadaki kalkınmış ülkeler kendi sınırları içerisinde yeterli işgücü bulamazlarsa sermayelerini işgücünün artmakta ve fazlaca mevcut olduğu dünyanın diğer bölgelerine ihraç edebilirler." dediği gibi küresel yaşlanmayla birlikte sosyal güvenlik problemleri ortaya çıkmıştır. Bu problemler ülke içerisinde aşırı maliyetli ise, diğer ülkelere yatırım yaparak maliyeti azaltabilirler. Elbette ki ülkeler, birden bir değişim süreci geçirmezler. Küreselleşme süreci dediğimiz bu süreç; tüketim alışkanlıklarının değişmesi, kaynakların üretiminin, dağıtımının, tüketiminin, pazarlanmasının ülke ölçeğinde uluslararasılaşması, ticaretin ve ekonominin internet temeline dayandırılması, bilgi ve iletişim teknolojilerinin gelişmesi, mal ve hizmet üretiminde ileri teknolojinin kullanılması, iktisadi duvarların aşılması, global değişim, esnek, değişken, hareketli ve tempolu piyasaların oluşması, rekabetin hızla artması, yeniliklerin artması, araştırma geliştirmeye önemin artması, insan kaynaklarına bakışın değişmesi, ticaretin serbestleşmesi gibi oldukça liberal ve modern gelişmelerin yaşanması düşünülmektedir.

4.2. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ'NDE KURUMSAL YÖNETİM VE KURUMSAL YÖNETİM TEMELLİ ENDEKS DÜZENLEMELERİ

Amerika Birleşik Devletleri her yıl Türkiye gayri safi yurtiçi hasılasının iki katı kadar açık vermesine rağmen ayakta durabilen bir ekonomiye sahiptir. Bu ekonomik başarısının altında özel teşebbüs ruhu ve rekabetçilik unsurları bulunmaktadır. Halka açık şirket kültürü ve sermaye piyasaları yoluyla bu şirketlerin finansman ihtiyaçlarını gidermesi çok yaygın olarak görülmekle birlikte özellikle anonim şirketlerin tamamına yakın kısmı halka açık ve Sermaye Piyasası Komisyonu'nun denetim ve gözetimine tabi bulunmaktadır.⁹³ ABD'de hisse senedi kültürünün yaygın olduğunu gösteren ve buna bağlı olarak alım satımına konu olan birçok şirket New York Stock Exchange ve National Association of Securities Dealers Automated Quotations'da faaliyet göstermiştir.

⁹³ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.19.

Kuruluşlarından 2007 yılına kadar NYSE’de 2257, NASDAQ’da 3130 adet şirket alım satımına konu olmuştur. Buradan da anlaşıldığı üzere ABD’de hisse senedi piyasası benimsenmiş ve hâkim olmuştur.⁹⁴

Dünya ticaretinin büyük bir çoğunluğunu elinde bulunduran ABD’de kurumsal yönetim adına yapılacak köklü çalışmaların temelleri ortaya çıkan şirket skandallarıyla atılmıştır. Meydana gelen skandallar sonucu piyasa ekonomisinin şeffaflığı tartışılır bir hale almıştır. Dünya’da meydana gelen muhasebe skandalları deyince birçok kişinin ilk aklına gelen Enron skandalıdır. Dünyada o güne kadar yaşanmamış bir iflas skandalıdır. Birçok ihmalkârlığın eseri olan skandallar, ardından genel ve köklü iyileştirmelerin gerçekleşmesi amacıyla yapılandırılmıştır. Gözlemler ve araştırmalar sonucunda, şirketlerde hüküm sürme ve varlığını çeşitli dolandırıcılıkla sağlayan üst yöneticilerden ve denetim eksikliklerinden beslenerek skandallar patlak vermiştir.

Enron şirketi 2000 yılında ABD’de şirketlerinden en büyük 500 şirket arasından ilk 7. sırada yer almıştır. Bu hızlı yükselişinin ardından, iki yıl gibi kısa bir sürede iflas eden şirketin batışı yolundaki en önemli etken, şirketin risklerini ve zararlarını başka şirketler aracılığıyla gizleyerek bilanço dışına çıkarması olmuştur. Şirket zarar ettiği halde yapılan muhasebe hileleri sonucu kâr elde ediliyormuş gibi gösterilerek hisse senetleri üzerinde spekülasyon yapılmıştır.⁹⁵ Enron Corporation’ın iflas etme nedenleri arasında birkaç neden sıralanabilir. Bunlardan ilki, şirket yöneticilerinin muhasebe hileleri yaparak şirketi kâr elde ediyormuş gibi göstermeleridir.⁹⁶ Bunun yanında şirketin güçlü siyasal bağlantılarının olması da şirketi bir anda iflasın eşiğine getirmiştir. Nedenlerden bir diğeri ise, denetim göreviyle faaliyet gösteren Arthur Andersen firmasının denetim konusunda yaptığı usulsüzlük gösterilmektedir.⁹⁷

ABD’de yaşanan bir diğeri şirket skandalı ise WorldCom şirketine ait skandalıdır. 2002 yılında şirket hisse değerlerindeki gerilemeden dolayı iflasını açıklayan şirket, muhasebe

⁹⁴ Murat Yıldırım, **Türkiye’de Kurumsal Yönetim Ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri**, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 2007, s.55.

⁹⁵ Cahit Odabaşı, Hasan Ergen, **Bağımsız Denetimde Kamu Gözetimi ve Skandallar**, Muhasebe ve Denetim Dünyası, İstanbul, Ankara, s.2.

⁹⁶ Brian Singleton-Green, **“Enron: Dolandırıcılık Sistemi Nasıl Çalıştı”**, Çev. Cengiz Toraman, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2002, s. 57.

⁹⁷ Odabaşı, Ergen, **a.g.e.**, s.2.

hileleri yaparak belli başlı tutarları sermaye gideri göstermiştir. Bu şirket skandalına adı karışan yine Arthur Andersen denetim firmasının 2001 yılı için imzalanan denetim görüşlerinde gelir tablosu ve bilançoların ABD’de genel olarak kabul edilen muhasebe prensiplerine ve gerçeğe uygun olarak sunulduğunu ve WorlCom’un finansal tablolarının gerçek durumunu yansıttığını raporladığı belirtilmiştir. Kısaca Arthur Andersen denetim firmasınca hazırlanmış olan raporda hesapların incelendiği ve herhangi bir usulsüzlük olmadığını belirtilmiştir.⁹⁸ ABD’de büyük şirketlerin WorldCom olayı ile yönetilme şekli ve durumu, hesapların ne şekilde tutulduğu ve hisse senedi sahiplerine şeffaflıkla bilgi verilip verilmediği gibi durumlarda yaşanan olumsuzlar skandal halini almıştır. Çoğu adı duyulan skandalların altında yatan olumsuzluklar bunlardır.

ABD’de şirket skandalları yaşanana kadar geçen süre içerisinde kurumsal yönetim alanında belli düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Ancak şirket skandalları göstermiştir ki mevcut kurumsal yönetim uygulamalarına ve mali piyasalara olan güvenin yeterince sağlanamamış olması, ABD’de yeni yasaları ve düzenlemeleri gerekli kılmıştır.

Dünya tarihinin en büyük iflası olan Enron skandalı sonrasında 2002 yılında Amerika’da Sarbanes Oxley Yasası yürürlüğe girmiştir. Bu yasayla birlikte bağımsız denetim firmalarının denetlenmesini sağlayacak Amerikan Kamu Gözetim Kurumu (PCAOB) kurulmuştur. Bu gelişme dünyadaki diğer ülkelere örnek olmuş; birçok ülkede kamu gözetim kurumları kurulmaya başlanmıştır.⁹⁹

ABD’nin dışında İtalya’da Parmalat, Hollanda’da Royald Ahold, Japonya’da Kanebo skandalları yaşanmıştır. Bu skandalların doğurduğu sonuçlar itibariyle yatırımcıların mali piyasalara olan güvenlerinde sarsılma meydana gelmiştir. Aynı zamanda ülkenin yasal sistemi, şirketlerin ortaklık yapıları, ülkelerin ekonomik koşulları, sosyo-kültürel yapılar, ülke sermaye yapılarının gelişmişlik düzeyleri bu skandallar sonucunda itibar kaybetmiştir. Yeniden toparlanmak ve sarsılan bu imajın yenilenmesi için ülkeler, kendi dinamikleri çerçevesinde belirlediği farklı modellere karşılık, klasik olarak da kurumsal yönetim sistemleri benimsemişlerdir.

⁹⁸ Kay E. Zekany, Lucas W. Braun And Zachary T. Warder, “**Behind The Closed Doors At Worlcom: 2001**” Issues In Accounting Education Vol.19, No.1, February, 2004, pp101-117. P.114-115.

⁹⁹ Odabaşı, Ergen, **a.g.e.**, s.3.

Enron ve WorldCom şirket skandalları ile ABD’de bazı akademisyenler, yöneticiler, ekonomistler ve yatırımcılar ile çevrelenen alakalı kişi veya kişilerce kurumsal yönetime eleştirel bir yaklaşım sergilemişlerdir. Bu eleştirel yaklaşım, piyasa temelli sistemlerdeki hâkim gücün yanlış ve itibarsız kullanıldığıdır. Aşağıda ABD’deki kurumsal yönetim yapısını detaylı incelenecektir.

4.2.1. Amerika Birleşik Devletleri’nde Kurumsal Yönetim Anlayışı

ABD genellikle kurumsal yönetim bakımından hissedar odaklı ve piyasa temelli yaklaşım sergileyen bir yapıda olmakla birlikte mülkiyetleri dağınık bir yapıdadır. Kurumsal yönetimin iç ve dış yönleri sermaye piyasalarına doğru yöneticilerinden elde edilen bilgi akışının onayı, denetim firmaları tarafından sağlanabilmekte ve izlenebilmektedir. Kurumsal kontrol esnasında Pazar riskleri ile karşı karşıya gelen firmalar, kötü performans sergileyebilmekte ve bunun sonucunda nihai bir disiplin uygulayabilmektedir. Ayrıca farklı unsurlar düşünüldüğünde, kurumsal yönetimin olumlu ve birbirini güçlendiren bir sistem olduğu ve güçlü bir kurumsal tamamlayıcılık özelliği olan düzenlemeler bütünü olduğu söylenebilmektedir.¹⁰⁰

ABD’deki şirketlerin büyük çoğunluğunun halka açıklık oranı yüksektir. Bu nedenle de hissedar sayısı fazla, hisse senedi yoğunluğu azdır. Çok sayıda dağılmış hissedar yapısı nedeni ile yönetimde söz sahibi etkin hissedarlardan bahsedilmez. Bu da kurumsal yönetim alanında zayıflıkların olduğunu göstermektedir. Ancak, bu hissedar sayısının fazlalığı şirket hisse işlemlerinin piyasada çok dolaşıyor olmasına neden olmaktadır. Gerekli düzenlemelerle bu açığın kapatılması hedeflenmektedir. Yatırımcıların şirketle ilişkilerinde kullandıkları başlıca araç finansal kurumlardır. Doğrudan şirketle temas içerisinde olmayan hissedarlar için şirket faaliyetleri hakkında bilgi sahibi olabilmeleri için, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık önem kazanmıştır.¹⁰¹

ABD’de kurumsal yönetim uygulaması, şirket skandallarına ve finansal krizlere tepki olarak yapılan çeşitli düzenlemelerin bir sonucudur. ABD’deki kurumsal yönetim

¹⁰⁰ Gregory Jackson, “Understanding Corporate Governance In The United States” , **An Historical and Theoretical Reassessment, Arbeitspapier 223**, Unternehmensmitbestimmung und Unternehmenssteuerung, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf, Oktober 2010, s.9.

¹⁰¹ Sivacioğlu, **a.g.e.**, s.66.

anlayışı İngiltere'deki gibi Anglosakson modeline uymaktadır. Ayrıyeten ABD'de dağılmış sahiplik yapısı, sahiplik ile yönetimin ayrılığı, vekâlet sorunu, gelişmiş sermaye piyasaları ve hissedarların haklarının korunması söz konusudur.

Anglosakson kültürüne kurumsal yönetim açısından bakıldığında, bireyci anlayış iş yaşamına yansıtılmaktadır. Buna göre şirket amaçları, firma değerinin maksimize edilmesi sonucunda hissedarların beklentilerinin karşılanması ve refahlarının artırılması olarak söylenebilir.¹⁰²

İngiltere gibi, ABD'de de kurumsal yatırımcılar, finansal kurumlar ve bireyler de dâhil olmak üzere oluşan hissedarlar tabanı ile iyi bir pazar geliştirilmiştir. ABD, diğer birçok ülkenin yaptığı gibi kesin bir kurumsal yönetim kanununa sahip değildir. Yıllarca çeşitli devlet ve federal gelişmeler olmuştur. Bazı gizli özelliklere şunlar dâhildir: Esasen Delaware'de kurulu şirketlere belirli avantajlar sağlayan Delaware Genel Şirket Kanunu ve hisse oynamak için bireysel emeklilik fonlarına zorunlu olan 1974 Emeklilik Gelir Güvenliği Yasası (ERISA). Bunların her biri aşağıda daha ayrıntılı olarak ele alınacaktır.¹⁰³

4.2.2. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri

ABD'de kurumsal yönetim konularının özel olarak düzenlenmesi için herhangi bir Kod bulunmamaktadır. Bunun yerine, ülke genelinde faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetimiyle ilgili sorunları çözmek için bir dizi kanun ve mahkeme kararı yer almaktadır. Yasalar tarafından doğrudan düzenlenen bazı konular bulunmaktadır. Ancak, bunlar sınırlı sayıdadır. Örneğin; Firmaların kurumsal yönetim alanında ortaya çıkan uyuşmazlıkların çoğunda çeşitli tüzükler ve diğer yasal metinler uygulama alanı bulmaktadır. Kurumsal yönetim alanında yapılan düzenlemeler çeşitli olmakla birlikte gerçekleştirilen uygulamaları da çeşitlilik göstermektedir. Kısa bir süre önce ABD'de yayımlanan bir raporda, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki kurumsal yönetim uygulamalarının herhangi bir tüzük tarafından düzenlenmediği bunun yerine yönetim

¹⁰² Sivacıoğlu, **a.g.e.**, s.68.

¹⁰³ Christine A. Mallin, **Corporate Governance**, Published In The United States By Oxford University Press Inc., New York, 2004, s.32.

araçlarından, şirketler hukukundan ve her bir ihraççının kuruluş devletinin mahkeme kararlarından şekillenmektedir.¹⁰⁴

ABD’de kurumsal yönetime ilişkin olarak uyulması zorunlu olan kurallar tek bir düzenlemede toplu bir şekilde yer almamaktadır. Bunlar; ilgili yasalarda yer alan düzenlemeler, SEC tarafından yapılan düzenlemeler ve borsaların kotasyon standartları ve kuralları olmak üzere üç çeşit kaynaktan mevcuttur.

4.2.2.1. İlgili Yasalarda Yer Alan Hükümlere Göre Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri

Enron ve WorldCom gibi şirket skandalları sonrasında 2002 yılında çıkarılan Sarbanes-Oxley Yasası, 1930 yılındaki sermaye piyasalarına ilişkin kanundan sonra halka açık şirketleri etkileyen en kapsamlı düzenlemedir. Söz konusu yasa; hem halka açık şirketler için doğrudan hükümler ihtiva etmekte, hem bazı konularda SEC’e halka açık şirketlere ilişkin düzenleme yapma yetkisi vermekte, hem de halka açık şirketlerin kurumsal yönetimi ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri konularında SEC’in borsalardan kotasyon standartlarını değiştirmelerini isteme yetkisi tanımaktadır. Ayrıca yasa, geleneksel olarak eyalet hukuku alanına giren bazı kurumsal yönetim konularını federal hukuk alanına sokmaktadır.¹⁰⁵

Yasaya ihtiyaç duyulmasının önemli nedenlerinden biri de denetim sisteminde yaşanan sıkıntılardır.¹⁰⁶ Denetim başarısızlıklarına neden olan dört temel unsurun varlığı söz konusudur. Bunlar; art niyetli olmayan, bireysel hataların neden olduğu denetçi hataları, denetçi sahtekârlıkları, finansal çıkarlardan kaynaklanan aşırı nüfus, kişisel denetçi müşteri ilişkisinden kaynaklanan sorunlardır. Ortaya çıkan denetim eksikliğinden kaynaklı sorunları gidermek için çözüm arayışına girilmiştir. Yaşanan bu sorunlara çözüm bulmak amacıyla bu yasa ile belli başlı önlemler alınmıştır. Bu önlemler; Halka Açık İşletmeler Muhasebe Gözetim Kurulu’nun aktiviteleri, denetim kurullarıyla ilgili

¹⁰⁴ Corporate Governance UK USA, <https://www.ukessays.com/essays/business/corporate-governance-uk-usa.php>, (erişim, 15.11.2016), 23, March 2015.

¹⁰⁵ NYSE, 2010.

¹⁰⁶ Aslan Savaş Demircan, **Sarbanes Oxley Yasası (2002) ve Bağımsız Denetime Etkileri**, Trakya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Edirne, 2007, s. 45.

yeni görevler, yeni kriminal cezalar ve çıkar sahiplerinin korunması, denetçi danışmanlığının kısıtlanması, yeni finansal raporlamalar ve denetim sürecidir.¹⁰⁷

Özellikle denetimde yaşanan sıkıntılar nedeniyle oluşturulan yasa, gerçekleştirilen denetim faaliyetinin en az hata ile yapılmasını mümkün kılmak adına cezai yaptırımlar öngörmüştür. Aynı zamanda denetimin raporlanması hususuna ağırlık verilmiş, böylelikle denetimin riskinin dağılarak azaltılması planlanmıştır.

Bu yasa maddeleri ile bazı sonuçlar öngörülememiştir. Halka açık işletmelerin halka açılmaktan uzaklaşmaları, gereksiz devlet yasalarının SOX'a engel olması, emsal teftişler için şeffaflık çağrısının hızla artması öngörülemeyen sonuçlar arasında sayılmaktadır.¹⁰⁸

Yasa metni 11 ana başlık ve 66 alt başlıktan oluşmaktadır. Bunlar; HAİMGK, denetçi bağımsızlığı, kurumsal sorumluluk, zenginleştirilmiş mali bildirimler, analist çıkarlarının çatışması, komisyonun kaynakları ve yetkileri, çalışmalar ve raporlar, kurumsal ve kriminal kötüye kullanma sorumluluğu, beyaz yakalıların suç ve cezalarının artırılması, kurumsal vergi beyanı ve kurumsal kötüye kullanma ve sorumluluktur.¹⁰⁹

Yasa maddelerindeki bu kısıtlılığın şirketlere olumsuz yansımalarının görülmesi olası etkiler meydana getirmiştir. Kurumsal yönetim alanının SOX ile genişletilmek istenmesinin önünün devlet yasalarıyla tıkanmış olması, elbette ki kurumsal yönetimin gelişmesine engel olamamıştır. SOX ile gündeme gelen yeni ve düzenleyici ve şekillendirici hususlar şirketler tarafından benimsenmiştir. ABD'nin gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olması, oranın kurumsal yönetimi benimsemeye ve ilerletmeye hazır olduğunu göstermektedir. Ayrıca ilerleyen yıllarında kurumsal yönetim sabit ilerleyen konumda olması, ülkenin ekonomisine aynı çizgide bir gelişmişlik katacaktır.

SOX'un kurumsal yönetim ile ilgili düzenlenmelerini özetlenecek olunursa; şirketin paydaşları için önemli olacak olayların eş zamanlı olarak kamuya açıklanması kamuyu aydınlatma için getirilen önemli bir gelişmedir. Sermaye piyasasıyla ilgili yaşanacak ihlalleri engellemek amacıyla cezai ve yasal sorumluluklara ağırlık verilmiştir.

¹⁰⁷ James Tackett, "Sarbanes Oxley and Audit Failure Critical Examination", **Managerial Auditing Journal**, 2004, Vol.19, No.3, 341-342.

¹⁰⁸ J. Clarke Price, "ABD'de CPA'ların Karşılaştığı Sorunlar Meydan Okuyuşlar ve Fırsatlar", **Muhasebe Finansman Dergisi**, 2006, Sayı:29, s.18.

¹⁰⁹ Demircan, **a.g.e.**, s. 51.

Çizelge 16: Sarbanes Oxley 2002 Yasası Öncesinde ve Sonrasında Düzenleyici Yapının Karşılaştırılması

Tanımlamalar	SOX 2002 Öncesi	SOX 2002 Sonrası
Düzenleyici Gözetim	SEC	SEC
Kamu Çıkarları Gözetimi	Kamu Gözetim Kurulu	HAİMGK
Profesyonel Organizasyonlar ve Onların Düzenleme İle İlişkilendirilmiş Roller -Denetim Standartları -Profesyonel Etik -Denetim Kalite Kontrol Standartları -Denetim Firmalarının Teftişi	Amerikan CPA Enstitüsü -Denetim Standartları Kurulu -Etik Kurulu -SEC Uygulama Bölümü	-Denetim Standartları -Denetçi Etiği ve Bağımsızlık Standartları -Denetim Firması Kalite Kontrol Standartları -Denetim Firması İnceleme Firması -Kural İhlalleri Soruşturmaları -İhlal Edenlere Yönelik Yaptırıcı Önlemler
Muhasebe Standartları	Finansal Muhasebe Standartları Kurulu	Finansal Muhasebe Standartları Kurulu

Kaynak: Jill P. Giles, E.K. Venuti, R.C. Jones, "The PCAOB and Convergence of the Global Auditing and Accounting Profession", The CPA Journal, 2004, Vol.74 No.9, 36-39.

SOX 2002 Yasası'nın şirketler üzerindeki etkileri; Michael Oxley'in, yasanın risk alımındaki potansiyel ürpertici etkileri hakkındaki endişesi, birleşme aktivitelerindeki yavaşlamalar ile desteklenmesi, denetim kurulları tarafından çabanın attırılması, denetim piyasalarının daralması ve denetim piyasasındaki rekabetin azalması olumsuz olarak yorumlanan etkilerdendir.¹¹⁰

SOX Yasası'nın genel düzenleyiciliği ABD'de kurumsal yönetimin sınırlarını genişletmiştir. Yukarıdaki çizelgede görüldüğü üzere 2002 yılından önce mevcut roller sadece belli başlı kurullara ve bölümlerine verilmiştir. Ancak 2002 yılından sonraki getirilen düzenlemelerle bölüm sayısı arttırılmış ve buna bağlı olarak ele alınan kurumsal yönetim düzenlemeleri genişletilmiştir. ABD'de yaşanan finansal ve küresel krizlerden görünürde etkilenmemiş gibi olsa da temelden sarsılan bir ülke olmuştur. Bunun etkisiyle bankacılık ve özel sektörde kurumsal yönetimin varlığını temeline kurgulamıştır.

¹¹⁰ Jo Lynne Koehn, Stephen C. Del Vecchio, "Ripple Effects of the Sarbanes-Oxley Act", **The CPA Journal**, February, 2004, Vol.74 No.2 36-37.

Çizelge 17: Kurumsal Yönetim Ve Şeffaflık

	2003	2004	2005
Özelleşme	%20	%21	%13
Şirket Satışı	%10	%6	-(N/A)
Birleşme	&14	%7	-(N/A)
Değişikliğin Yokluğu	%75	%71	%68
Karşılığın Alınmaması	%1	%3	%20

Kaynak: Thomas E. Hartman, "The Cost of Being Public in The Era of Sarbanes-Oxley", Foley&Lardner, June, 2005.

4.2.2.2. Delaware Genel Şirketler Kanunu Değişiklikleri

ABD'nin Delaware Eyaleti, şirketler hukukunun esnek bir şekilde uygulandığı, iş çevresi yanlısı düzenlemelerinin bulunduğu ve bu yönüyle ün yapmış yerlerden biridir. Bu özelliği nedeniyle, ABD'de borsalarda işlem gören şirketlerin yaklaşık %50'si ve Fortune 500 şirketlerinin %60'ı Delaware'de kayıtlı bulunmaktadır.¹¹¹

2000 yılından itibaren çeşitli tarihlerde Delaware Genel Şirketler Kanunu'nda yapılan değişiklikler sonucunda şirketlerin yönetim yapıları da etkilenmiştir. Şirketlerin esas sözleşmelerinde yer verecekleri bir hüküm ile elektronik medyanın yönetim kurulu ve genel kurul toplantılarında kullanılabilmesine; yönetim kurulu üye seçiminde birikimli oya izin verilmesine; belli yönetim kurulu üyelerine diğerlerine göre ilave veya farklı oy hakları tanınmasına; vekâleten oy kullanımına ve hissedarların bu kapsamdaki harcamalarının karşılanabilmesine; yöneticilerin tazminat haklarına açıklık getirilmesine ilişkin değişiklikler bunlardan bazılarıdır.¹¹²

Yıllar boyunca Delaware, Amerika'da norm haline gelen bir dizi kurumsal dava oluşturmuştur. Bu davalarda Delaware yaklaşımı 'şirket dostu' olarak görülmüş ve New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ABD şirketlerinin çoğunluğu, daha esnek, kuralcı olmayan yaklaşımdan yararlanmak için DGCL'ye kayıt olmuştur. Yönetim kurullarına kurumsal strateji ve hedefleri takip etme yetkisini verilirken, aynı zamanda

¹¹¹ Teh, 2009.

¹¹² NYSE, 2010.

mütevelli görev kavramı içinde çalışmaya da vurgu yapılmıştır. Buna ek olarak, azınlık çıkarlarının korunması gibi bazı uyulması gereken yasal gereklilikler bulunmaktadır. Bununla birlikte, dengede Delaware Yasası, ABD'deki diğer devlet yasalarından daha az usule sahip bir devlet modeli oluşturulmak hedeflenmiştir.¹¹³

Delaware, devlet içinde faaliyet göstermeyen şirketler üzerinde hiçbir gelir vergisi tahsil etmemektedir. Bu nedenle Delaware'in diğer avantajlarından yararlanmanın herhangi bir vergilendirmesi olmamaktadır. Bununla birlikte, genel olarak, devlet kurumlar vergisi için olumlu bir yer olarak görülmekte, çünkü uygun yasalar şirketlerin şirket harcamalarını en aza indirmesine izin vermektedir.¹¹⁴ DGCL'nin zamanla ortaya çıkan ihtiyaçlar doğrultusunda şekillenmesi 2013 yılında olmuştur. Delaware Valisi Jack Markell, 30 Haziran 2013'te, Delaware Genel Şirketi Kanunu'nda yürürlükteki yasadaki çeşitli hükümleri etkileyen ve şirketlerin birleştirildiği süreci önemli ölçüde etkileyebilecek değişiklikleri yürürlüğe koymuştur. Kusurlu kurumsal düzenlemelerin onaylanması haricinde, 2014 yılında yürürlüğe giren yeni düzenlemedir.¹¹⁵

Kurumsal birleşme ve satın alma müteahhitleri için özellikle düzenlenen konulardan ilki orta ölçekli birleşmelerdir. Bu düzenlemeye göre, iki aşamalı satın alım işlemlerinde, ilk adım ihale veya döviz teklifinin kapanışından hemen sonra, ikinci adımın tamamlanması ve tam sahipliğin sağlanması arzu edilmektedir. Bununla birlikte, yazılı onay verme yeteneğinin olup olmadığı, oy hakkına sahip her hisse sınıfının %90'ının ilk aşamada edilmesi bazı değişkenlere bağlanmaktadır. İkinci adımın kısa bir birleşme olarak tamamlanmasının arzulanması nedeniyle, taraflar son yıllarda, ilk adım ihale teklifini tamamlayan bir satın alanın işlem belgelerine toplama seçeneklerini belirtilmelidir. Belli koşullar karşılanırsa ihale tekliflerini takiben ikinci adım birleşmelerin hisse senedi onayına olan ihtiyacı ortadan kaldıran ve böylece ekleme opsiyonları ve ikili parça yapıları gibi geçici çözümlere duyulan gereksinimi ortadan kaldıran değişiklikler, arızalı kurumsal hareketleri onaylama ve bu tür davalara ilişkin uyuşmazlıklar üzerinde Yargı Yüksek Mahkemesi'ni elinde tutma prosedürünü tanımlayan ve halka açık menfaat

¹¹³ Mallin, **a.g.e.**, s.32.

¹¹⁴ Patrick S. Ryan, "Will There Ever Be a Delaware of Europe?" , **Columbia Journal of European Law** 11: 187.

¹¹⁵ "Significant Amendments To Delaware General Corporation Law Enacted", Holland & Knight Securities Bulletin, August 5, 2013.

şirketlerinin oluşturulmasına izin veren değişiklikler, LLC sözleşmesinde aksi belirtilmediği sürece, Delaware limited şirketlerde asal görevlerin var olduğu varsayılan kuralı teyit eden değişiklikler kurumsal yönetim alanına dâhil edilmiştir.¹¹⁶

Yukarıda adı geçen 1974 Emeklilik Gelir Güvenliği Yasası ise, bireysel emeklilik fonlarının mütevellileri ve yöneticileri için federal yasal yükümlülükler ve ihtiyatlılık görevleri belirlemiştir. ERISA sadece ABD'de yapılan hisse değildir. Yurtdışı hisseleri satın almadan önce, yurtdışı hisselerin oy kullanabilmesi için bir maliyet-fayda analizinin yapılması önerilir. Kamu emeklilik fonları ERISA tarafından karşılanmamakla birlikte, bireysel emeklilik fonları için oy kullanması zorunlu olmasına rağmen, kamu emeklilik fonlarının da oylanacağı beklentisi vardır ve bu uygulamada geçerlidir.¹¹⁷

4.2.2.3. Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Müşterinin Korunması Kanunu

ABD Kongresi, 2010 yılında, 2008'de başlayan ve 2009 yılında etkisi büyüyerek devam eden finansal krize cevap olarak, finans kesiminde çeşitli reformlar öngören ve kısaca Dodd-Frank Yasası olarak adlandırılan bu kapsamlı düzenlemeyi kabul etmiştir. Bu yasada, kurumsal yönetime ve şirket yöneticilerinin ücret, prim ve tazminatlarına ilişkin çeşitli hükümler de bulunmaktadır. Kısaca bu hükümler; düzenleyici otorite SEC'e, hissedarların vekâleten oy kullanırken yönetim kurulu üyeliklerine kendi adaylarını gösterebilme imkânı veren bir yetki verilmesi, tazminatlara ilişkin olarak oluşturulan komitelerin bağımsızlığının sağlanması, ek kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, gerekli şirket politikalarının oluşturulması gibi sağlam hükümler getirilmiştir.¹¹⁸

Oluşturulan bu kapsamlı düzenlemede otorite ve bağımsızlıkla tüketicinin korunması, büyük ve köklü şirketlerin belirli durumlardan dolayı iflasın eşiğine gelmesi ve bu halden şirketin kurtarılmasının engellenmesi, ileri seviye uyarı sistemi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik, yönetici ücretleri ve kurumsal yönetim, yatırımcıları koruma ve hesap ve kayıtlardaki düzenlemelerin güçlendirilmesi gibi hususlar üzerinde dikkatle durulmuştur.

¹¹⁶ Paul, Weiss, Rifkind, Wharton&Garrison LLP, "2013 Amendments to the Delaware General Corporation Law and LLC Act", **Client Memorandum**, July 23, 2013, 1-2.

¹¹⁷ Mallin, **a.g.e.**, s.33.

¹¹⁸ NYSE, 2010.

4.2.2.4. Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun Halka Açık Şirketlere Yönelik Diğer Kamuyu Aydınlatma ve Bağımsız Üyelik Düzenlemeleri

SEC tarafından SOX Yasası uyarınca yapılan çok sayıda düzenleme dışında, kurumsal yönetim çeşitli alanlarına ilişkin olarak kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini genişleten kurallar ve yorumlar yürürlüğe konulmuştur. Yönetim Tartışması ve Analizi bölümünün düzenlenmesi, şirketin ihraç ettiği kendi sermaye piyasası araçlarını geri satın alması, yöneticilere ödenecek tazminatlarla ilgili düzenlemeler, genel kurullarda vekâleten oy kullanılmasına ilişkin düzenlemeler, güçlendirilmiş vekâleten oy kullanımına ilişkin kamuyu aydınlatma düzenlemeleri, hissedarların şirket genel kuruluna girişini oluşturan kurallar kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü güçlendirmektedir.¹¹⁹

ABD'de kurumsal yönetim alanında yapılan düzenlemelerin SOX Yasası ile başladığı kabul edilmektedir. Ancak, SOX Yasası'ndan önce 1987 yılında Treadway Raporu, 1995 yılında Halka Açık Şirketler Gözetim Kurulu ve 1999 yılında ise Blue Ribbon Komitesi ile kurumsal yönetimin ilk temelleri atılmıştır. Kurumsal yönetimin adının geçtiği bu ilk düzenlemelerin yetersiz oluşu ve ülke genelinde kurumsal yönetimin yerleşmediği 2000'li yılların başlarında şirket skandallarıyla görülmüştür.

4.2.3. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim Temelli Endeks Düzenlemelerinin Değerlendirilmesi

ABD'de borsalar, gerek borsa şirketlerinin hesap verebilirliklerini ve şeffaflıklarını artırmak amacıyla kendi inisiyatifleriyle ve gerekse de SOX Yasası'nın gereği olarak son dönemde kurumsal yönetim konusunda şirketlere uymak durumunda oldukları kotasyon standartlarında önemli değişiklikler yapmışlardır. Borsada işlem gören tüm halka açık şirketlerin yönetim kurullarının çoğunluğunun bağımsız üyelerden oluşması ve bağımsız üyelerin katılımı olmaksızın düzenli yönetim toplantıları yapması, denetim komitesi dışında bir aday gösterme ve bir ücret komitesinin kurulması, bu üç komitenin üyelerinin tamamının bağımsız üyelerden oluşması ve bunların görev ve çalışma esaslarının yayımlanması hususlarına yer verilmektedir. Bunların yanı sıra, yöneticilere verilecek

¹¹⁹ NYSE, 2010.

tazminatların hissedarların onayına sunulması, şirketlerin kurumsal yönetim rehberlerini kamuya açıklamaları, çeşitli şirket faaliyet ve finansal raporlarında kurumsal yönetim hakkında açıklama yapılması ve her yıl uygunluk beyanında bulunulması gibi hususlarına da yer verilmektedir.¹²⁰

Kanun ve yasa üzerinde çeşitli değişiklikler dışında ABD’de New York Menkul Kıymetler Borsası, Amerikan Borsası ve NASDAQ Borsası’nda da kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. NYSE’de kayıtlı tüm firmalar; yönetici nitelikleri standartlarını, yöneticilerin sorumluluklarını, yöneticinin bağımsız danışman gibi uygun ve gerekli olduğu durumlarda yönetime müdahalesini, yöneticilerin aldığı ücretleri, yöneticilerin sürekli eğitime tutulmasını ve yönetim kurulunun yıllık performans değerlemesini ilân etmek zorundadır. Amerikan Borsası da kendi düzenlemeleri ile işletmelerin kendi ülkelerindeki kurumsal yönetim arasındaki farklı kalemleri işletmeler yıllık raporlarında özet halinde vermek zorundadır. Her borsanın kurumsal yönetimle ilişkili belirlemiş olduğu zorunluluklarının uygulanmaması halinde çeşitli yaptırımlar öngörülmüştür. SOX Yasası’na göre, hissedarları bilerek dolandıranlar para cezası ve 25 yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılmaktadır. NYSE’de bir kurumsal yönetim standardının ihlâl edilmesi durumunda, kınama mektubu yayımlanmakta ve kotadan çıkarılma cezası verilmektedir. NASDAQ’da ise, kurumsal yönetime ilişkin bir maddenin sunulmaması veya atlanması işletmenin kotadan çıkarılması cezası verilmektedir.¹²¹

NYSE ve NASDAQ’a kote olacak şirketlerin kurumsal yönetim prensipleri doğrultusunda yönetim kurulu üyesi olmanın standartları, yönetim kurulu üyesinin sorumlulukları, yönetim kurulu üyesi ile şirket üst yönetimi arasındaki ilişkiler, yönetim kurulu üyelerinin oryantasyonu ve eğitimi, şirket üst yönetimine yeni yöneticilerin atanması ve yönetim kurulunun değerlemesi gibi bilgilerin borsaya sunulmasını istemektedirler. NYSE’nin istediği bu bilgiler SEC’in onayından geçmiş formlarla talep edilmektedir.¹²²

¹²⁰ NYSE, 2010.

¹²¹ Altın, **a.g.e.**, s.48.

¹²² Güler Manisalı Darman, "Kurumsal Yönetimde Dünyadaki Gelişmeler Kurumsal Yönetim Endeksi Ve Kurumsal Yönetim Reytingi", **Kurumsal Yönetim Bildiri Kitabı**, 4.Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, TOBB Ekonomi Ve Teknoloji Üniversitesi, TŞOF Plaka Matbaacılık, 2005, s.16.

Öte yandan, NYSE tarafından 2009 yılında, finansal kriz sonrasında kurumsal yönetim konusunda geniş düzenleme yaparak temel kurumsal yönetim ilkeleri geliştirmek ve önerilerde bulunmak üzere bir Kurumsal Yönetim Komisyonu oluşturulmuştur. Söz konusu komisyon 2010 yılında bir rapor düzenleyerek kurumsal yönetimin üç temel unsuru ortaya çıkarılmıştır. Düzenlenen unsurlar; yönetim kurulu, şirket üst yönetimi ve hissedarlar olarak belirlenmiştir.

Düzenlenen kurumsal yönetim ilkelerinin yanı sıra, yönetim kurulunun bağımsızlığına ilişkin düzenlemeler de yapılmıştır. NYSE, bu konuda, bağımsız yöneticilerin yönetim kurulunun çoğunluğunu oluşturması gerektiği hususunda düzenleme yapmıştır. Amerikan Borsası ise, kayıtlı şirketlerin yönetim kurullarının çoğunluğunun bağımsız yöneticilerden oluşmasını istemiştir. Bununla birlikte, borsa çalışanlarının kayıtlı şirketlerin yönetim kurullarında yer almalarına izin vermemektedir.¹²³

Kurumsal yönetimin borsaların kendi belirledikleri kurallar ile değerlendirilmesi sonucunda, ülkede faaliyette bulunan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının ayrı bir çalışmaya ve derecelendirmeye dâhil edilmemesi ortaya çıkmaktadır. Burada vurgulanması gereken derecelendirme faaliyetinin finansal ve kurumsal yönetim derecelendirmesi olarak tek bir çalışma adı altında yapılmasıdır. Birbirinden ayrılmayan finansal ve kurumsal yönetim çalışmalarının belirli ülkelerde standart kurumsal yönetim ilkeler bütününe kabul edilmemiş olması bu iki çalışmanın bağımsız değerlendirilmesine olanak vermemektedir. Bundan dolayı da sağlam bir karşılaştırılabilir derecelendirme notunun varlığından söz edilmesi tartışmalıdır.

Uluslararası alanda derecelendirme faaliyetinde bulunmak için oluşturulmuş uluslararası kuruluşlar, bu faaliyeti gerçekleştirirken mevcut ülke şartlarını göz önüne almak durumundadır. ABD’de kurumsal yönetimin ve finansal yönetimin birbirinden bağımsız değerlendirilmemesi, borsaların kendilerinin belirledikleri kurumsal yönetim ilkelerinin varlığı ve toplanmamış kuralların oluşu derecelendirme yapılırken belirli bir risk ve belirsizlik durumunu ortaya çıkarmaktadır. Bu belirsizliğin biraz olsun giderilmesi için hayat bulan belli başlı kuruluşlar vardır. Bunlar ulusal veya uluslararası faaliyette bulunabilirler. Günümüzde de varlığını sağlam bir şekilde sürdüren kurumsal yönetim ve

¹²³ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.20.

kredi derecelendirme kuruluşlarından Standard&Poor's Financial Services LLC, RiskMetrics Group Inc., Moddy's Investor Service Inc., Fitch Ratings Ltd. gösterilebilir.

Bu çalışmanın esasını oluşturacak olan ABD kurumsal yönetim düzenlemelerinin yer aldığı borsaların, kurumsal yönetimi dâhil ettikleri endekslerinin oluşturulması, işleyişi ve bu endeks veya endekslerinin diğer ülke endeksleriyle karşılaştırılması son bölümde detaylı ele alınacaktır. ABD'nin kurumsal yönetim endeksinin ayrı bir kod ile oluşturulmamış olması, çalışmanın Türkiye ve İngiltere ile kıyaslanmasını zorlaştırmaktadır. Yapılan araştırmalar sonucunda, Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi'ne ulaşılabacaktır.

4.3. İNGİLTERE'DE KURUMSAL YÖNETİM VE KURUMSAL YÖNETİM TEMELLİ ENDEKS DÜZENLEMELERİ

Modern anlamda kurumsal yönetim uygulamalarının ilk kez ortaya çıkışı ve tüm dünyaya yayılışı İngiltere tarafından gerçekleştirilmiştir. Pek çok ülkeye ve uluslararası derecelendirme kuruluşlarına ilham kaynağı olan İngiltere, çeşitli kurumsal yönetim düzenlemeleriyle gelişimin önünü açmıştır. İngiltere'de şirketlerinin yönetimini gerçekleştiren şirket yönetim kurullarının çoğunluğu kendi çıkarları için mücadele vermektedir. Bu da İngiltere'deki yönetim anlayışını pasifleştirmektedir. Pasif yönetim anlayışının doğuran hisse sahipliğinin dağınıklığıdır. Diğer Avrupa ülkeleriyle ve ABD ile kıyaslandığında İngiltere'de mülkiyetin dağınıklığı toplu değerlendirme yapma imkânını kısıtlamaktadır. Ancak kıyaslama yapmak amaçlı ABD ve İngiltere seçilmiş iyi örneklerdir.

Aktif ortaklığın olmaması durumunda, İngiltere'de yönetim, finansal kısıtlamalara dayanmaktadır. Mali oranlarda zayıf performans gösteren şirketlerde yönetimin sorumluluğu hem el hem de yön değiştirebilmektedir. Yetersiz performans gösteren şirketler tarafından yüksek düzeyde hisse senedi ihracı gerçekleştirilebilmektedir. Bunlar, üst düzey idari değişikliklerle ilişkilendirilen hususlardır.¹²⁴

¹²⁴ Julian Franks, Colin Mayer, **Corporate Governance In The UK – Contrasted With The US System**, CESifo Forum 3/2002, 2002, s.13.

İngiltere, ABD ile birlikte Anglosakson temelli kurumsal yönetim anlayışına sahip bir ülkedir. Oluşturulan kurumsal yönetim anlayışında, şirket yönetimi öncelikle hissedarların çıkarı ve amaçları doğrultusunda hareket etmelidir. Bu bağlamda, hissedar temelli bakış açısı odak noktası durumundadır. Bu sistemde hissedarın en önemli beklentisi kârlılıktır ve yönetimin temel amacı da pay başına kârı artırmaktır.¹²⁵

İngiltere ve ABD'nin yasal düzenlemeleri ve sermaye piyasası kültürü uygulanan kurumsal yönetim modeli ile örtülmektedir. Ancak, İngiltere'de yasal düzenlemelerden kaynaklı eksikliklerden dolayı kurumsal yönetim konusunda çok sayıda öneriler yayımlanmış ve bunların bir kısmı sermaye piyasalarını düzenleyici kurumlar tarafından benimsenmiştir.

Yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde, hissedar durumunda olan ancak, doğrudan yönetimde yer almayan unsurlar bireysel ve kurumsal yatırımcılardır. İngiltere'de ve ABD'de etkinlikleri, emeklilik ve sigortacılık fonlarının yatırımları nedeniyle, giderek artan büyük kurumsal yatırımcıların şirket yönetimi üzerine etkilerinin olduğu gözlemlenmektedir. Bu anlamda, kurumsal yatırımcıların şirket paylarının büyük bölümünü ele geçirmeleri ve yönetim üzerine baskı kurarak yönetime yön vermeleri, "dışarıdakiler" in giderek "içeridekiler" olmaya başladığını göstermektedir.¹²⁶

İngiltere, kurumsal yatırımcılar, finansal kurumlar ve bireyler de dâhil olmak üzere çok çeşitli bir ortaklık tabanına sahip iyi geliştirilmiş bir pazara sahiptir. İngiltere'de 1970'li yıllarda uluslararası finans ve yatırım kuruluşlarının yaygınlaşması ve özellikle 1986 yılında Londra piyasalarının serbestleşmesi, ardından tüm dünyadan ülkeye akın eden kurumsal yatırımcı ve sermaye ile birlikte, halka açık şirketlerde, ABD'de olduğu gibi kendi bütçesi olan yatırımcılar ile iletişimden sorumlu ve aynı zamanda şirket yönetimine geri bildirim sağlayacak olan yatırımcı ilişkileri sorumlusu çalışmaya başlamıştır.

2000'li yılların başından itibaren yatırımcının ilgi ve bilgisinin artmasına sebep olan yöneticilerin maaşları, şirketlerin toplumsal ve çevresel etkilere duyarlı olması ve Enron, WorldCom gibi şirketlerde yaşanan skandalların rolü büyük olmuştur. Başta ABD ve İngiltere olmak üzere, The Financial Services and Markets Act, Regulation Fair

¹²⁵ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.21.

¹²⁶ Jill Solomon, Aris Solomon, **Corporate Governance And Accountability**, Jhon Wiley & Sons Ltd., Londra, 2005, s.150.

Disclosure (2000), Sarbanes Oxley Act, Dodd-Frank Act ve The UK Corporate Governance Code and The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making gibi mevzuat düzenlemeleri ve kurumsal yönetim ilkeleri hızla hayata geçirilerek yatırımcılar ve şirketler arasında daha açık bir iletişim sağlanmıştır. Bu dönem, Yatırımcı İlişkileri'nin eşit bilgilendirme yükümlülüğü ve iletişim uygulamaları açısından yeni bir alanda uzmanlaşmalarını gerektirmiştir.¹²⁷

İngiltere'de kurumlar, sosyal konularla birlikte kurumsal ve diğer yatırımcıların yarattığı baskıyı da göz önüne almak durumundadırlar. Bu bakımdan kurumsal yönetim ilkelerinin artan önemini vurgulamak bu noktada dikkat çekmektedir.

4.3.1. İngiltere'deki Mevcut Kurumsal Yönetim Çerçevesi

İngiltere'deki mevcut kurumsal yönetime ilişkin hukuki çerçeve, 2006 tarihli Şirketler Kanunu; Kotasyon Otoritesi FSA tarafından çıkarılan Kotasyon Kuralları, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Kuralları ve İzahname Kuralları; Finansal Raporlama Konseyi tarafından şirketler için yayımlanan İngiltere Kurumsal Yönetim Kodu ve kurumsal yatırımcılar için yayımlanan İngiltere Vekilharç Kodu; Ele Geçirme Paneli tarafından çıkarılan Ele Geçirme Kodu gibi çok sayıda düzenlemeden oluşmaktadır.¹²⁸

Ülke temelinde yer alan şirketlerin modernleşmesi ve dolayısıyla ülkenin kalkınmasının amaç edinilmesinin bir sonucu olarak uygulanmaya konulan kurumsal yönetim düzenlemeleri, şirketlerin sosyal ve kültürel özelliklerindeki farklılıkların oluşmasına neden olmaktadır. Bu farklılıkların giderilmesi sıkı kurumsal yönetim uygulama zorunluluğunu beraberinde getirmektedir. Belirli bir bölgede kurumsal yönetimin ağırlık kazanması, ulusal temelde bir dengesizlik meydana getirecektir. Bu yüzden bölgeler arası dengesizliğe bağlı ulusal dalgalanmalar oluşturmamak adına başta hükümetin kurumsal yönetimi benimsemesi gerekmektedir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin öncelikle, hükümetler tarafından kabul edilmesi, ülkedeki şirketlerin o ilkelere bağlılık göstereceğine işaret etmektedir. Yayımlanan emirler, dünya

¹²⁷ Banu Uzgur, **Yatırımcı İlişkilerinin Önemi ve Fonksiyonu**, TÜYİD Yatırımcı İlişkileri Derneği Raporu, İstanbul, 2016, s.5-6.

¹²⁸ London Stock Exchange, 2012.

genelindeki kurumsal faaliyetlerde yerine getirilmesi gereken bir dizi faaliyetler sunmaktadır. Bu faaliyetlerin gerçekleşmesi için belirli kurallar öne süren öncü organizasyonlardan birisi de OECD'dir. Özellikle Türkiye'nin kurumsal yönetim ilkeleri oluşturulurken SPK tarafından OECD ilkeleri dikkate alınmıştır.

İngiltere'deki ticari faaliyetler, bir dizi yasal metin ve emir uygulayarak gerçekleştirilir. Ülke ve şirketleri açısından bir uygulama zorunluluğu anlamına gelen bu yasal metin ve emirler, kurumsal yönetim yapısının katılığını göstermektedir. Buradan İngiltere'nin Avrupa'da kurumsal yönetim uygulamaları bakımından en başarılı ülke konumunda olduğu anlaşılmaktadır. Bu başarısının ardında yatan kurumsal yönetimi şirketlerin temelden uygulamakla yükümlü olmasına dayandırılmaktadır. Elbette ki şirketler, borsa düzenlemelerinde uygulamayacaklarına dair de bildirimde bulunabilirler.

İngiltere'de kurumsal yönetim ile ilgili olarak uygulanan yasal çerçeve çeşitli yasama metinlerini içermektedir.¹²⁹ Ortak hukuk kuralları, İngiltere'de bir genellik taşımaktadır. Aynı statüde olan şirketlerin aynı hukuk kuralları çerçevesinde değerlendirilmesi esas alınmaktadır. Şirketlerin anayasal belgeleri, hukuk kurallarına dâhil edilen geçerliliği öne sürülmüş belgeleridir. Resmi Liste, AIM'de listelenen şirketler için geçerli olan kurallardır. Kurumsal Yönetim Kombine Kanunu ve kurumsal yatırımcıları teşvik eden kuruluşlarda getirilen kurallardır. Bu kuruluşlara örnek verilecek olunursa; İngiliz Sigortacılar Birliği, Emekli Sandığı Ulusal Birliği, Emekli Sandığı ve Yatırım Araştırma Danışmanları gibi yasal olmayan yönerge hazırlayan kuruluşların varlığından söz edilebilir. Kamu şirketlerinin devralınması bağlamında, Devralmalar ve Birleşmeler Hakkında Şehir Yasası ve Devralma Paneli kuralları yasal metinler içerisinde yer almaktadır. Finansal Hizmetler Otoritesi'nin Pazar Davranışı Kanunu da bu düzenlemeler içerisinde yer almaktadır.

Başka bir deyişle, İngiltere'deki kurumsal yönetim, yukarıda açıklanan Kombine Kurumsal Yönetim Kanunu'nun en önemlileri olan bir dizi yasal metin ile düzenlenmiştir. Belirli Kanun, İngiltere'de faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetiminin tüm özel yönlerini içeren hükümleri içerir. Bununla birlikte, bazı durumlarda ek hükümler gerekli

¹²⁹ Metropolitan Corporate Counsel, **Corporate Governance In The UK And U.S. Comparison**, 2008.

olabilir. İlgili konuların uygun bir şekilde ele alınabilmesi için diğer yasama metinlerinin kullanılması mümkündür.

4.3.2. İngiltere’de Kurumsal Yönetim Kodu’nun Gelişimi

İngiltere’de kurumsal yönetim ile ilgili ilk gelişmeler BCCI, Polly Peck ve Maxwell gibi şirket skandallarının peşinden 1980’lerin sonunda 1990’ların başında ortaya çıkmıştır.¹³⁰ Uluslararası Kredi ve Ticaret Bankası’nın detaylı araştırmaları sonucunda; kara para aklamaktan, diğer mali suçları işlemekten ve büyük bir Amerikan Bankası’nda yasadışı işlem gerçekleştirmekten dolayı bir skandala imza atmıştır. BCCI gibi, çokuluslu bankalar, çeşitli ülkelerin ekonomilerini birbirine bağlamak için ulusal sınırları aşmaktadırlar. Bundan dolayı uluslararası bir bankanın ödeme gücü çok sayıda ülkeyi etkilemektedir.

Polly Peck Şirketi, 1980’lerde hızla büyüyen ve 1991’de çöküşünden önce FTSE 100 Endeksi’nin önemli bir unsuru haline gelen, küçük ama kârlı bir İngiltere tekstil şirketi idi. Bir zamanlar FTSE 100’ün önde gelen yıldızı Polly Peck, dolandırıcılık gerekçesiyle büyük bir borç batağının içine düşerek borçlarının ağırlığında ezilmiştir.¹³¹

Robert Maxwell’in kötü şöhretinin ardında yatanın, tarihe şirketinin adının skandal ile geçmesinde yatmaktadır. Muhasebecilerin araştırmaları, Maxwell fiyaskosunun tamamının, genel olarak İngiliz muhasebe standartlarının yetersizliklerinden kaynaklandığına dayanmaktadır. Ancak muhasebe uzmanları, Maxwell’in şüpheli itibarının özel ve kamu şirketleri arasındaki sınırları bulanıklaştıran ve tek bir erkeğin gücüne sahip olduğu bir şirket yapısına dayanan bir bileşimden daha fazlası olduğuna işaret edilmektedir.¹³²

Ortaya çıkan ve etkisiyle geniş bir çevreyi ağına alan bu skandalların temelinde yatan finansal raporlama yolsuzlukları Sir Adrian Cadbury başkanlığında Cadbury Komitesi’nin kurulmasına yol açmıştır. Bu şirket skandalları ve iflaslar, İngiliz

¹³⁰ Elitaş, Yıldız, **a.g.e.**, s.21.

¹³¹ University Of Gujrat, **Polly Peck Scandal**, Pakistan, page 5.

¹³² Erik Ipsen, **How to Account for Maxwell Scandal**, http://www.nytimes.com/1991/12/10/-business/worldbusiness/10iht-max__2.html (erişim 29.11.2016), The New York Times, December 10, 1991.

şirketlerine olan güvenin azalmasına sebep olmuş ve özellikle iş dünyasında Londra'nın bir uluslararası finans merkezi olup olmayacağı konusunda kaygıları artırmıştır.

4.3.2.1. Cadbury Raporu İle Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı

İngiliz piyasasını derinden etkileyen ve piyasa durgunluğuna sebep olan skandal ve iflasların ardından, muhasebe meslek örgütü, Finansal Raporlama Konseyi ve Londra Borsası'ndan oluşan özel sektör kuruluşlarının ortak girişimi ile 1991 yılında Kurumsal Yönetimin Finansal Yönleri Komitesi oluşturulmuştur.¹³³ Söz konusu komite kurumsal yönetim konusunda tavsiyelerin yer aldığı Cadbury Raporu olarak bilinen raporunu 1992 yılında yayımlamıştır.¹³⁴

Cadbury Raporu, CEO ve yönetim kurulu başkanının görevlerinin ayrılması, yönetim kurulunun dengeli oluşumu, icradan sorumlu olmayan yöneticilerin seçim süreci, finansal raporlamada şeffaflık ve iyi içsel kontrol için gerekli unsurlar üzerinde pek çok tavsiye sunmaktadır. Bu çalışmada, Cadbury Kodu olarak da bilinen ve şirketlerin gönüllü olarak uymaları beklenen İyi Uygulama Kodu'na da yer verilmiştir. En iyi uygulama kodlarını ve onlara ait tavsiyeleri içeren Cadbury Raporu, Londra Hisse Senetleri Borsası listeleme kurallarına dâhil edilmiştir. Cadbury Komitesi tarafından oluşturulan öneriler dünya genelinde kabul edilen bir model haline gelmiştir. OECD, Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni belirlerken bu önerileri dikkate almıştır.¹³⁵

Cadbury Raporu'nda yönetim kurulu başkanı ile şirketin idare edilmesinden sorumlu en üst düzeydeki yönetici arasındaki ilişkileri, idari görevi olmayan yönetim kurulu üyelerinin şirket yönetimindeki roller, iç kontrol konusunda yapılan raporlamanın rolü gibi konulara yer vermiştir.¹³⁶

Şirketlerin aynı yıl raporda yer alan tavsiyelerine uyduklarına ya da uyulmadığı zaman uyulmamasının nedenlerine ilişkin bir beyanın verilmesi (uygula veya açıkla prensibi),

¹³³ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.19.

¹³⁴ Robert A. G. Monks, Nell Minow, **Corporate Governance**, 3.Baskı İngiltere: Blackwell Publishing Ltd., 2004, s.58-59.

¹³⁵ Yıldırım, **a.g.e.**,s.59.

¹³⁶ Christine A. Mallin, **Handbook On International Corporate Governance Country Analyses**, 1.Baskı, İngiltere: Edward Elgar Publishing Ltd., 2006, s.4.

Londra Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Şartları'na bir zorunluluk olarak eklenmiştir. 1992 yılından sonra da Cadbury Raporu'nda yer alan tavsiyelere eklemeler yapılmıştır. Cadbury Raporu'nun ilk aşamada ele alamadığı ve kurumsal yönetim konusunda yetersiz gördüğü konuların tekrar ele alınması amacıyla 1995 yılında Greenbury Raporu hazırlanmıştır.

İngiliz Sanayi Konfederasyonu, yöneticilerin atanması, özellikle tazminat paketleri, yüksek ücret artışları ve hisse opsiyonları konularında araştırmalar yapması amacıyla Sir Richard Greenbury başkanlığında bir grup oluşturulmuştur. Greenbury Raporu, en iyi uygulama kodu ve icracı olan yönetim kurulu üyelerinin atanması ile ilgili icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşan bir atama komitesi oluşturulması önerileri kamuoyu bilgisine sunulmuştur. Söz konusu önerilerin de büyük bir kısmı LSE Kotasyon Şartları'na eklenmiştir.¹³⁷

Greenbury Komitesi hem yöneticilerin ücretlendirme paketlerinin boyutu hem de şirketlerin yıllık raporlarında tutarsız ve eksik bilgilendirmeye ilişkin endişelerine karşılık kurulmuştur. 1995 yılında, yöneticilerin ücretlerinin açıklanması ve kapsamlı açıklamaların ne kadar faydalı olabileceğine ilişkin detaylı öneriler rapor haline getirilmiştir. Greenbury Raporu'nun odak noktası, hesap verilebilirliğin güçlendirilmesi ve yöneticilerin performansının artırılmasıdır. Bu amaçla detaylandırılan ilk konu, bağımsız icrada olmayan direktörlerden oluşan ve her yıl pay sahiplerine şirketin yürütme ücret politikası hakkında rapor verecek olan bir ücret komitesinin varlığı ve aynı zamanda bu unsurların ödenmesindeki unsurların eksiksiz açıklanması gösterilmektedir. Diğer üzerinde durulan ve detaylandırılan konu ise, hem yöneticilerin hem de pay sahiplerinin çıkarlarının daha yakından takibini gerçekleştirebilmek ve uyumunu sağlamak için şirketin ve bireysel yöneticilerin performansına ödül sisteminin oluşturulmasıdır.¹³⁸

İngiltere'deki bu Greenbury Raporu'nun ele aldığı yönetici ücretlerindeki şeffaflık düzenlemeleriyle şirket hesaplarının üretkenliği sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak, Cadbury ve Greenbury Raporları'nın önerilerinin uygulanması için 1995 yılında kurulan Hampel Komitesi, bu iki komitenin bulgularının geçerliliğini sorgulamak amacıyla

¹³⁷ Linda S. Spending, **The Due Diligence Handbook Corporate Governance, Risk Management and Business Planning**, 1. Baskı, ABD: CIMA Publishing, 2009, s.352-353.

¹³⁸ Mallin, **Corporate Governance**, s.22.

oluşturulmuştur. Oluşturulan komite tarafından bir şirketin; çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, kredi sağlayıcılar, yerel topluluklar gibi çeşitli paydaşların çıkarlarını ve hissedarların çıkarlarını ne derece dikkate alındığı konusunda rapor hazırlanmıştır. Rapora göre, o şirketin kurumsal yönetim ilkeleri olarak vurgulanan unsurların yönetiminden, çalışan mekanizmalarına kadar kullanabilme kabiliyetini test edilmiştir.

Hampel Raporu'nda, kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerde oynaması gereken rol üzerine vurgu yapılmıştır. Kurumsal yatırımcıların, şirketler ve kurumsal yatırımcıların etkileşimde olduğu ve sürekli bir bağlantı halinde olduğu dile getirilmiştir.¹³⁹

1998 yılında Cadbury, Greenbury ve Hampel Raporu birleştirilmiş ve Birleştirilmiş Kurallar adı altında revize edilmiştir.¹⁴⁰ Birleştirilmiş Kurallar'ın en önemli özelliklerinden biri, iç denetim ile ilgili hükümleri içeriyor olmasıdır. Söz konusu hükümler, LSE'nin kotasyon şartlarına çevrilmiştir. İç denetim ile ilgili hükümlerin nasıl uygulandığına ilişkin özet bir bilginin yıllık faaliyet raporuna eklenmesi, kote olan tüm şirketlerden istenmiştir. Bununla birlikte, şirketler tarafından bu hükümlerin nasıl uygulanacağına ilişkin kılavuz bilgiye, Birleştirilmiş Kurallar'da çok az yer verilmiştir.¹⁴¹

Birleştirilmiş Kod, şirketler ve kurumsal yatırımcılar olmak üzere iki bölümden oluşmaktadır. Bu bölümlerin işleyişi ise, "uygula ve uygulamıyorsan açıkla" temeline göre çalışmaktadır. Bu kod, işletmenin iç kontrolleri ile bağlantılı olarak, yönetim kurulunun hissedarların yatırımını ve şirket varlıklarını korumak için iç kontrol sistemini oluşturması yönünde toparlanmıştır. Bu bağlamda yöneticiler, yılda bir kez zorunlu inceleme yapmak durumundadır. İç kontrol sisteminin etkililiğini değerlendirmek ve değerlendirme sonucunu pay sahiplerine bildirme zorunluluğu da bulunmaktadır. Yapılacak olan değerlendirme, finansal, operasyonel ve uyum kontrolleriyle birlikte risk yönetimini de içermelidir.¹⁴²

¹³⁹ Mallin, **Corporate Governance**, s.22.

¹⁴⁰ Chris Mallin, Andy Mullineux ve Clas Whilborg, **The Financial Sector and Corporate Governance: The UK Case**, Corporate Governance: An International Review, Temmuz 2005, Cilt:13, No:4, s.532-541.

¹⁴¹ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.20.

¹⁴² Mallin, **Corporate Governance**, s.23.

Birleştirilmiş Kurallar'da şirketler tarafından belirlenen hükümlerin nasıl uygulanacağına ilişkin kılavuz eksikliği, başkanlığını Nigel Turnbull'un yaptığı İngiltere ve Galler Ülkesi Yeminli Uzman Muhasebeciler Enstitüsü'nün himayesinde bir çalışma grubunun oluşturulmasını beraberinde getirmiştir.¹⁴³

Şirketler hukukunun ön plana çıktığı ve iç kontrol olarak bilinen Turnbull Raporu, borsada işlem gören şirketler için LSE tarafından hazırlanan bir rapordur. Raporu yazan komiteye Nigel Turnbull başkanlık ettiğinden dolayı raporun adı Turnbull olarak adlandırılmıştır. Şirketlerde iç kontrol sisteminin güçlendirilmesi, dolandırıcılık olaylarının en aza indirilmesi gibi hesap verilebilirliği yüksek konuların denetimi üzerine çalışmalar yapılmıştır.

Turnbull Raporu'nun uyumlaştırılmasının onanması, İç Kontrol: Birleştirilmiş Kurallar Hakkında Yöneticiler İçin Kılavuz adı ile 1999 yılında yayımlanmış ve Birleştirilmiş Kurallar'a uygunluğu LSE tarafından onaylanmıştır.¹⁴⁴ Tüm bu kuralların ve raporların oluşturulması, başta şirket bütünlüğünün sağlanması ve dolandırıcılık oranının azaltılarak temiz bir ortam hazırlanması hedeflenmiştir.

4.3.2.2. İngiltere'de 21. Yüzyılda Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri

İngiltere'de kurumsal yatırım ve yatırımcılar üzerine yapılan bu düzenlemeler, 21. Yüzyılda gelişimini devam ettirmiştir. Şirketler hukuku olarak ele alınan 1999 yılındaki Turnbull Raporu ile şirket iç denetim sistemleri düzenlenmiştir. 2000'li yıllara gelindiğinde Paul Myners tarafından İngiltere Hazinesi'ne bir gözden geçirme raporu sunulmuştur. Hükümetin endişeleri arasında kurumsal yatırımcıların şirket ve holdinglere yetersiz kaynak tahsisi yer almaktadır. İlgili gözden geçirme sonucu, Myners Raporu bu endişeye yer vermektedir. Raporun vurguladığı kurumsal yatırımcı, kurumsal yatırımcıların yararlanıcılarının yararına olup olmadığı tartışma konusu olmuştur.

Mart 2001 yılında yayımlanan Kurumsal Yatırım Raporlarında, kurumsal yatırımcıların vesayet hükmü ve standartlarının yükseltilmesi ve daha büyük bir paydaş aktivizminin

¹⁴³ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.20.

¹⁴⁴ Alan Calder, **Corporate Governance: A Practical Guide To The Legal Frameworks And International Codes Of Practice**, 1. Baskı, İngiltere: Kogan Page Limited, 2008, s.16.

geliştirilmesi amacıyla yasal gereklilikler üzerinde durulmuştur. Myners Raporu'nda, kurumsal yatırımcıların, düşük performanslı şirketlerle olan tutumlarında daha aktif olması beklenilmektedir. Mevcut kurumsal yatırımcıların da paydaş değerlerinin düşük performanslı şirketler tarafından kaybolmaması için bu şirketlerle daha aktif bir şekilde çalışmasını öngörülmüştür.¹⁴⁵

Birleştirilmiş Kurallar'ın gözden geçirilmesi amacıyla yürütülen bu çalışmalardan bir diğeri de Higgs İncelemesidir. Şirketler hukukunun incelenmesinden sonra, Ticaret ve Sanayi Bakanlığı ve İngiltere Hazinesi'nin teşvikleri ile 2002 yılının Temmuz ayında yeni bir gözden geçirme çalışmalarına başlanmıştır. Yapılan çalışmada, icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin rolleri ve verimliliklerinin gözden geçirilmesi üzerine yoğunlaşmış ve bu çalışma Derek Higgs tarafından yönetilmiştir. Bundan dolayı çalışma Derek Higgs Gözden Geçirmesi olarak adlandırılmaktadır.¹⁴⁶

Higgs Gözden Geçirmesi, Birleştirilmiş Kurallar'a tavsiyeler ve destek sunarken, ek öneriler de geliştirilmiştir. Bu ek öneriler yönetim kurulu ve ana komitelerin finansal faaliyetlerinin gerçekleşme koşullarıyla ilgilidir. Higgs incelemesinin başlamasından kısa bir süre sonra Finansal Raporlama Konseyi tarafından Sir Robert Smith başkanlığında bir grup oluşturulmuştur.

Birleştirilmiş Kurallarda yer alan denetim komiteleri ile ilgili hükümlerin uygulanmalarına yönelik kılavuz hazırlanmıştır. Higgs Gözden Geçirmesi ve Smith Raporu, 20 Ocak 2003 tarihinde kamuoyuna açıklanmıştır. Söz konusu gözden geçirme ve raporun yayımlanmasından sonra, icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin işe alınması ve geliştirilmesi konusunda yapılan çalışmalar sonucu ortaya Tyson Raporu çıkarılmıştır. 23 Temmuz 2003 tarihinde yasalaşarak yürürlüğe giren revize edilmiş Birleştirilmiş Kuralların hazırlanmasında, bu üç raporun tavsiyelerinden yararlanılmıştır.¹⁴⁷ Ayrıca şirketlerin kurumsal yönetim standartlarının uygulanması gereklilikleri ile ilgili doğru bir yol izleyebilmeleri için RSM Robson Rhodes ve Londra

¹⁴⁵ Mallin, **Corporate Governance**, s.23.

¹⁴⁶ Geoffrey Owen, Tom Kirchmaier ve Jeremy Grant, **Corporate Governance In The US And Europe: Where Are We Now?**, 1. Baskı, İngiltere: Palgrave, 2005, s.33.

¹⁴⁷ Martin Fahy, Jeremy Roche ve Anastasia Weiner, **Beyond Governance: Creating Corporate Value Through Performance, Conformance And Responsibility**, 1. Baskı, İngiltere: Jhon Wiley & Sons Ltd, s.185-186.

Menkul Kıymetler Borsası'nın işbirliği ile Ağustos 2004'te Kurumsal Yönetim: Uygulama Rehberi hazırlanmıştır.¹⁴⁸

Revize edilmiş Birleştirilmiş Kurallar, resmi olarak, yalnızca İngiltere Kotasyon Otoritesi'nin kotasyon listesinde yer alan şirketlere uygulanmaktadır. Ancak, AIM'ye kayıtlı şirketlerse, söz konusu hükümleri dikkate almaları tavsiye edilmiştir. Birleştirilmiş Kurallar, UKLA'nın kotasyon şartlarının bir parçası olmayıp, söz konusu şartların sonuna eklenmiştir. Bu şartların uygulanması ise, gönüllük esasına göre oluşturulmuştur. Bu revizeler gereklilik esasında oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim düzenlemelerine ilave maddeler eklenmiştir. Yönetişimin eksik görülen kısımları gözlemler ve analizlere tabi tutulmuştur. Bununla birlikte, söz konusu hükümlere uyulup uyulmadığı konusundaki bilginin yıllık faaliyet raporlarına konulmasının kotasyon şartlarından biri olarak kabul edilmesi, hükümlerin uygulanmasında zorlayıcı bir etmen olmuştur.¹⁴⁹

Birleştirilmiş Kurallar'da, ana ve destekleyici ilkeler ve hükümler bulunmaktadır. Ana ve destekleyici ilkeler arasındaki fark, ilgili hükümleri şirketlerin nasıl uyguladıklarına ilişkin rapor vermelerinin gerekli olup olamaması hususunda ortaya çıkmaktadır. Ayrıca rapor ile ilgili bir şekil şartı bulunmamaktadır. Kurumsal yönetim politikalarını açıkladıkları raporların açıklanma şekilleri konusunda şirketlere serbesti tanınmıştır. İlgili hükümler gereğince şirketler, söz konusu hükümlere uydıklarını beyan etmeleri gerekmekte, uygulanmayan hükümler var ise, bunun nedenlerine ilişkin açıklama yapmaları gerekmektedir. Bu anlamda, hükümlere uyum konusunda bir esneklik sağlanmaktadır. Bununla birlikte, konunun hem şirketler hem de yatırımcılar tarafından dikkatli bir şekilde müzakere edilmesi gerektiği ifade edilmiştir.¹⁵⁰

Kurumsal yönetim konusunda Birleştirilmiş Kurallar; yönetim kurulunun bileşimi ve genişletilmesi, yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirilmesi, sorumlulukları ve deneyimi ile pay sahipleri ile ilişkiler gibi konularda iyi uygulama standartlarını düzenlemektedir.¹⁵¹ Combined Code olarak bilinen bu kurallar bütünü, mevcut standartları tek bir düzenleme içerisinde birleştirmektedir.

¹⁴⁸ Yıldırım, **a.g.e.**, s.59.

¹⁴⁹ Calder, **a.g.e.**, s.47.

¹⁵⁰ Kerrie Waring, Chris Pierce, **The Handbook Of International Corporate Governance: A Definitive Guide**, Institute of Directors, Kogan Page Ltd., 2005, s.167.

¹⁵¹ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.22.

4.3.2.3. İngiltere Kurumsal Yönetim Kodu'nun Revizeleri ve Kurumsal Yönetimin Ana İlkeleri

İngiltere'de çeşitli yasal düzenlemelerle temeli oturtulmaya çalışılan Birleştirilmiş Kurallar'ın yıllar itibariyle gelişimi, İngiltere Kurumsal Yönetim Kod'unun şekillenmesine neden olmuştur. Bu olumlu gelişmelerin 2008 yılında düzenli bir şekilde bürünmekte ve gözden geçirilmiş halleriyle ilgili güncellemeler FRC tarafından yayımlanmaktadır.

FRC'nin yayımladığı 2008 Birleştirilmiş Kurallar'da kurumsal yönetimin ele alınışı iki bölümde gerçekleşmiştir. Birinci bölümde şirketler, ikinci bölümde ise kurumsal yatırımcılar detaylandırılmıştır. Kurumsal yönetimin gözden geçirilmiş hali Birleştirilmiş Kurallar olarak revize edilmiştir. Bu amaçla, iyi bir kurumsal yönetimin, bir yönetim kurulunun görevlerini hissedarların menfaati için yerine getirmesine yardımcı olarak daha iyi şirket başarısına katkıda bulunmak hedeflenmiştir.

İngiltere'de mevcut bir borsaya kote olan şirketler belirli listeleme kurallarına uyma zorunluluğu bulunmaktadır. Şirketlerin yıllık rapor ve hesaplarına, Kurumsal Yönetim Ana İlkeleri'nin şirketler tarafından nasıl uygulandığına dair açıklama eklemek durumundadırlar. Ayrıca şirketler, muhasebe dönemi boyunca Birleştirilmiş Kurallar'ın ilk bölümünde yer alan ana ilke hükümlerine uygunluğunu belirtmek veya hükümlere uygunsuzluk durumunda buna neden olan durumları açıklama yükümlülüğü getirilmiştir.¹⁵²

Borsaya kayıtlı olmayan şirketlerin Listeleme Kuralları'na uyma yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu durumda, şirketler, yıllık rapor ve hesaplarına herhangi bir ilke hükmü uygulama eki eklemek durumunda değildir. Ancak, şirketlerin yönetim kalitelerini artırabilmesi, uzun vadede hissedar değerini sağlayabilmesi, etkili ve girişimci yönetimlerini kolaylaştırılabilmesi için iyi bir kurumsal yönetim uygulamasına ihtiyaç olduğu unutulmamalıdır. Bu anlamda İngiltere'deki şirketlerin çeşitli yasalarla düzenlenen kurumsal yönetim ilkelerini benimseyerek uygulamalıdır. Kurumsal raporlama ve yönetim konusundaki güvenin artması, bu ilkeleri uygulamaya bağlıdır.

¹⁵² Financial Reporting Council, **The Combined Code On Corporate Governance**, June 2008, s. 25-26.

FRC, sırasıyla icrada görevli olmayan yöneticiler ve denetim komiteleri hakkındaki Higgs, Smith ve Turnbull Raporları'nı takiben, 2003'te kurumsal yönetimle ilgili yapılan revizyondan bu yana her iki yılda bir Birleştirilmiş Kuralların uygulanmasını gözden geçirmiştir. 2009 yılındaki gözden geçirme yapmış oldukları üçüncü incelemedir.¹⁵³ Bu gözden geçirmeye bazı gelişmelerin olduğu Walker Belgesi de önem kazandırmaktadır.

Sir David Walker tarafından, 16 Temmuz tarihinde yayımladığı belgesinde, temel konuların, bankalar ve diğer finansal kuruluşların yönetim uygulamaları üzerinde durulmuştur. Aynı zamanda FRC tavsiyelerinin listelenen şirketler için en iyi uygulama olarak düşünülmesi gerekliliği vurgulanmıştır. Bu belgenin kurumsal yatırımcılar tarafından aktif katılımı teşvik etmesi, kurumsal yönetim rolünün önemine dikkat çekmektedir.¹⁵⁴

Kurumsal yönetim uygulamalarına dair ilk kuralın 1992 yılında ortaya atılmasıyla, Birleştirilmiş Kurallar'ın bir bütün haline getirilmesi, yönetmelik ve yasalardaki standartların iyileştirilmesi çalışması olarak tanımlanmaktadır. Şirketler hukuku ve bankacılık sektöründeki eksikliklerin deneyimlenerek görülmesi Birleştirilmiş Kuralları'nın her iki yılda bir gözden geçirilmesine neden olmuştur. Bu nedenlerin bir sonucu bağlanması ve elde edilen sonuçların bir çözüm getirmesi, kurumsal yönetim kalitesinin her geçen yıl artmasının sistematik gelişiminin bir göstergesidir. Buradan çıkarılan gelişim felsefesi, her bir fazladan talebe karşılık teşvik edilen yüksek standart uygulamalardır.

FRC'nin Birleştirilmiş Kurallar hakkındaki sunulan önerilere göre 2010 yılında atmayı planladığı adımlarında, mevcut kuralların sil baştan bir değişime tabi tutulmadan üzerinde şirket yapılarına göre bir düzenlemeye gidilmesi düşüncesi yer almaktadır. Sunulan "uygula veya açıkla" uygulama metodunun değiştirilmesi önerisi üzerinde bir değişiklik yapmama kararı alan FRC, önerinin ısrarı durumunda kararın yeniden değerlendirilmesi söz konusu olabilecektir. 2009 danışmasının bir değişiklikle sonuçlanmasıyla 2010'da gözden geçirilmiş Birleştirilmiş Kurallar olarak yürürlüğe girmiştir. Dikkat çeken ve

¹⁵³ Financial Reporting Council, **Review Of The Effectiveness Of The Combined Code Progress Report And Second Consultation**, July 2009, s. 2.

¹⁵⁴ Financial Reporting Council, **Review Of The Effectiveness Of The Combined Code Progress Report And Second Consultation**, s. 2-3.

üzerinde durulan bu revizelerin durmadan yenilenmesi kurumsal yönetime verilen önemin bir parçası olarak görülmektedir.

Kurumsal Yönetim Birleştirilmiş Kurallar 2010 yılında bir önceki yılın gözden geçirilmesiyle revize edilmiştir. Kurumsal Yönetim Ana İlkeleri detaylandırılmış ve yönetici-lider ayrımı netlik kazandırılmıştır. Aynı zamanda, kurumsal yönetim açıklama şartları üç farklı yerde belirtilmiştir. FSA Açıklamaları ve Şeffaflık Kuralları'nda bazı zorunlu açıklamalara yer verilmektedir. FSA Listeleme Kuralları, "uygula veya açıkla" gerekliliğini içermektedir. İngiltere Kurumsal Yönetim Yasası ise, şirketlerin belirli hükümlere uymak için belirtilen bilgileri açıklamak gerektiğini vurgular.¹⁵⁵

İngiltere, kurumsal yönetim alanında öncü bir geleneğe ve standartları yükseltmeye yönelik güçlü bir geçmişe sahiptir. Bu anlamda, "uygula veya açıkla" gerekliliğinden sorumlu FRC, listelenen şirketler için İngiltere Kurumsal Yönetim Yasası'nı 2010 yılında revize etmiş ve aynı yılda yatırımcılara yönelik Stewardship Kodu başlatılmıştır. Yeni yönetim hükümlerinde, FTSE 350 şirketlerinin %80'ine yöneticilerin yeniden seçilmesi güçlü bir hüküm benimsemesi olarak gösterilmektedir. Böylelikle bağımsız kurul değerlendirmesindeki şirket sayılarında bir artış olmuştur.¹⁵⁶

İngiltere'nin bu istikrarlı kurumsal yönetim çalışmaları, 2011 yılındaki yeni bir gözden geçirme çalışmalarıyla bir sonraki yılın revizesini hazırlamaktadır. Yıllık raporlardaki açıklamaların gelişi güzel yapılamaması üzerine yoğunlaşmıştır. Böylelikle yıllık raporlarda yer alacak açıklamaların kaliteli bir hale getirilmesi planlanmaktadır. Şirketler ve hissedarlar arasındaki iletişimin kuvvetlendirilmesi öngörülmektedir. Hassas bir konu olan ücretlendirme ise, daha detaylı ve ayrıntılı ele alınması kararlaştırılmıştır.

Borsada işlem gören şirketler açısından İngiltere Kurumsal Yönetim Yasası'nın uygulanması genel itibarıyla iyi sonuçlanmıştır. 2011 yılında, mevcut yasanın ileri sürdüğü kuralların değiştirilmesine yönelik sunulan önerilerin olumlu değerlendirilmesiyle FRC tarafından 2012 yılında yeni bir revize yayımlanmıştır.

Temelinin yeniden şekillendirildiği 2010 revizesinin ardından, oluşturulan ana ilkelerin kalitesinin artırılması ile 2012 yılında kalite düşüncesine dayalı yeni yasa yayımlanmıştır.

¹⁵⁵ Financial Reporting Council, **The UK Corporate Governance Code**, June 2010, s. 28.

¹⁵⁶ Financial Reporting Council, **The Impact And Implementation Of The UK Corporate Governance And Stewardship Codes**, December 2011, s.1.

Belirli koşulları göz önünde bulundurmak ve uygulamaya uyum sağlanabilmesi için şirketlere esneklik sağlanmıştır. Böylelikle yüksek kaliteli şirket yönetimi sunmak amaç edinilmiştir. Bu yeni düzenlemede mevzuat, yönetmelik ve en iyi uygulama standartları çerçevesinin bir parçasıdır. Bu yasa ile 2010 yılındaki kurumsal yönetim açıklama şartlarının da belirlendiği üç yer sabit kalmıştır.

Kuralların 2014 güncellemesinde, FRC, şirketlerin uzun vadede uygulanabilirliğini etkileyen risklerle ilgili bilgi sağlama üzerine yoğunlaşmıştır. Bunu yaparken, yatırımcıların bilgi ihtiyaçları, uygun raporlama gerekliliklerinin belirlenmesine karşı dengelenmiştir. Şirketlerin; borç ödeme, likidite, risk yönetimi konularında daha net ve geniş bir görüş vermek için bilgi sunması gerekliliği üzerinde durulmuştur. Yatırımcıların ise, bu ifadeleri iyice değerlendirmeleri ve buna göre hareket etmeleri gerekmektedir. Buna ek olarak, borsada işlem gören şirketlerin yönetim kurullarının, yürütme ücretinin şirketin uzun vadeli başarısı ile uyumlu hale getirilmesi ve bunu hissedarlara daha açık bir şekilde gösterilmesi sağlanmalıdır.¹⁵⁷

Görevini layığıyla devam ettiren FRC, 2014 güncellemesinin ardından 2015 yılı içerisinde kalite anlayışını denetim alanına kaydırmıştır. Orantılı ve ilkelere dayalı çalışmaların bir düzenleyicisi konumunda olan FRC, yüksek kalite denetim ve güvence çalışmalarını desteklemek, yatırımcı ve paydaşları korumak ve bunu yaparken düzenleyici gerekliliklerin olumsuz etkisini en aza indirmeyi taahhüt etmektedir. Bu anlamda, 2015 yılında sunulan önerilerin değerlendirilmesi ve bir sonraki yıl güncellenmesi planlanmaktadır.

FRC'nin ortaya atılan konuların geliştirilmesine devam ettiği öneriler; açık ve sürdürülebilir hesap verilebilirlik, düzenlemenin bağımsızlığına ilişkin piyasa güvenini sağlamak, kamu yararına hizmet etmek ve kuralların orantısal uygulanabilirliğidir.¹⁵⁸ Karşılaşılması olası bir dizi ahlaki sonuç ortaya koyan eylemlere karşın alınacak tedbirleri ifade etmek amacıyla 2016 yılında güncelleme dâhiline alınacak değişiklikler ve gelişmeler önerilmiştir. Bazı durumlarda ortaya çıkan belirli varlık sınıfları veya katılım kategorilerinin oluşmasından dolayı etik standartlara gereksinim duyulmuştur. Bununla

¹⁵⁷ Financial Reporting Council, **The UK Corporate Governance Code**, September 2014, s.2.

¹⁵⁸ Financial Reporting Council, **Enhancing Confidence In Audit: Revisions To The Ethical Standard, Auditing Standards, UK Corporate Governance Code And Guidance On Audit Committees**, September 2015, s. 2.

birlikte, karşılaşılan ya da karşılaşılabilecek olan ahlaki durumların oluşturacağı sonuçların en üst düzeyde karşılanması şarttır. İhtiyaçlara uyma, sonuçların karşılanması için yeterli olmayabilir ve böyle bir uygunluğun yeterli olduğu kanıtlanmadığı durumlarda, sonuçları karşılamak için gerekli olan ilave adımlar atılmalıdır.

FRC'nin yasal bir sözleşme olması halinde, FRC ES'in kapsamlı ilkelere uyma, etik hükümleri destekleme ve belirli sınıflara uygulanan başka ek gerekliliklerle birlikte, gerekli etik uyumun sağlanacağı belirtilmiştir. Aynı zamanda FRC, gözden geçirilmiş kalite kontrol ve denetim standartlarını da yayımlamaktadır. FRC'nin standartları, IAASB tarafından yayımlanan ilgili ISA ve ISQC'lere dayanmaktadır. Gerektiğinde FRC, belirli İngiltere ve İrlanda yasal ve düzenleyici gereksinimleri karşılamak için standartlara ek şartlar getirebilir. Kalite kontrol ve denetim standartlarındaki değişiklikler için iki ana kaynağa başvurulabilir. Denetim Yönetmeliği ve Yönergesi ve Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu, kalite kontrol ve denetim standartlarındaki değişikliklerde başvurulacak kaynaklardır.¹⁵⁹

İngiltere'nin kurumsal yönetim düzenlemelerinin sabit tutulup bir sonraki döneme kadar izlenmesi kararını alan FRC, 2016 güncellemesinde bu alanda yeni bir değişikliğe gitmemiştir. Mevcut yasal çerçeveyi yansıttığı varsayılarak hareket edilmiş ve 2016 güncellemesinde hükümler üzerinde köklü bir değişiklik yapılmaktan kaçınılmıştır. Yapılan değişiklikler olarak dış denetçinin atanması, dış denetim sürecinin yönetimi ve etkinliği için denetim komitesinin sorumlulukları gösterilebilir.

Bulunulan 2016 yılının son zamanlarında şirketlerin genel yönetim yapılarına hüküm süren son taslak, 17 Haziran 2016 tarihinde başlayan hesap dönemi için geçerlidir. İngiltere ve başka yerde kurulmuş olmalarına bakılmaksızın, hisse senedi ihraç primlerine sahip tüm şirketler için geçerliliği bulunmaktadır.

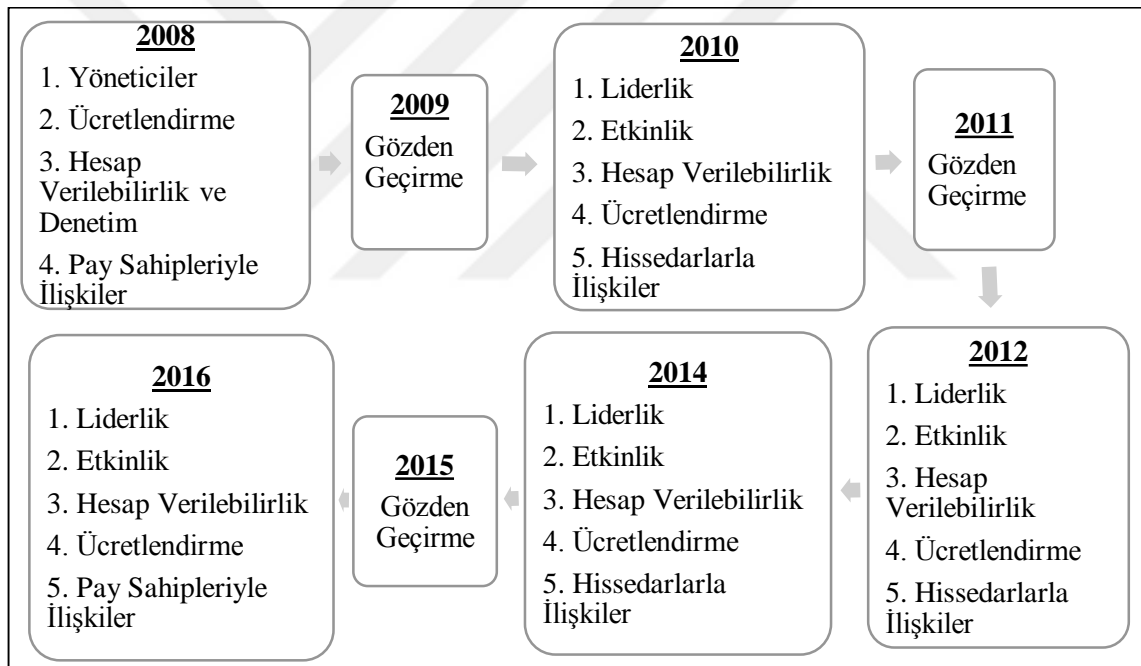
İngiltere Kurumsal Yönetim Yasası'na göre, "uygula" gerekliliğinin varlığından söz edilebilmesi için bazı özel şartlarına sahip olması gerekmektedir. Buna göre, yıllık rapor, yönetim kurulunun çalışma şekli, alınan kararların türüne dair yüksek düzeyde bildirim içeren açıklamaya sahip olmalıdır. Başkan, başkan vekili, üst düzey bağımsız yönetici ve

¹⁵⁹ Financial Reporting Council, **Enhancing Confidence In Audit: Revisions To The Ethical Standard, Auditing Standards, UK Corporate Governance Code And Guidance On Audit Committees**, s. 14.

yönetim kurulu üyelerinin isimleri de yıllık raporda eksiksiz yer almalıdır. Toplantı sayıları, yapılan atamaların nedenleri, icrada görevli olmayan üyelerin isimleri, kurul atamalarında kullanılan prosedürün tanımlanması, herhangi bir değişikliğin olası etkilerinin açıklanması, performans değerlendirmelerinin nasıl yapıldığına dair açıklama, raporlama sorumlulukları hakkında açıklama ve şirketin uzun vadede değeri şirketlerin uygulamak zorunda oldukları kurallardır.¹⁶⁰

Tüm bu gözden geçirme ve incelemeler neticesinde, her yıl kurumsal yönetim ilkelerinin şirketler üzerindeki etkilerine bakılmıştır. Ayrıca, şirketlerin ilkelere uygunluğunun denetimi için ayrı bir inceleme başlatılmıştır. Gerçekleştirilen denetime göre, şirketlerin finansal denetiminin de sıkı ve ayrı bir şirket çalışmasına girmesi gerekli görülmüştür.

Şekil 9: İngiltere Kurumsal Yönetim Yasası'nın Tarihsel Gelişimi ve Ana İlkeleri



Şirketler için 2016 yılında yayımlanan İngiltere Kurumsal Yönetim Kodu'nda öne çıkan beş ana bölüm yer almaktadır. Liderlik, her şirketin uzun vadeli varlığını sürdürebilmesinden sorumlu olan etkili bir yönetim kurulunun temelinden bahsetmektedir. Şirketin işlerinin yürütülmesinden sorumlu olanlar arasında bir iş bölüşümünün olması, tek ve rahat karar alıcının olmaması da ilkeyi açıklamaktadır.

¹⁶⁰ Financial Reporting Council, **Final Draft The UK Corporate Governance Code**, April 2016, s.28.

Yürütme dışındaki yöneticilerinden yeni stratejik planlar geliştirmeleri ve meydan okuyarak rekabet ortamının yaratılmasına yardımcı olması beklenmektedir.

Etkinlik, yönetim kurulu ve üyelerinin ilgili görev ve sorumluluklarını etkili bir şekilde yerine getirmeleri için şirketin beceri, deneyim, bağımsızlık ve bilgisine uygun hareket etmelidir. Gerçekleştirilen atamalar resmi, titiz ve usulüne uygun olmalıdır. Yöneticilerin sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için şirkete yeterli zamanı ayırmalıdır. Yıllık performansların resmi ve sıkı bir şekilde değerlendirilmesi de bu ilke kapsamındadır.

Hesap Verilebilirlik, yönetim kurulunun şirketin konumu ve umutları hakkında adil, dengeli ve anlaşılabilir bir değerlendirme yaparak kamuyu aydınlatması beklenir. Yönetim kurulu, stratejik hedeflerine ulaşmada ana risklerin niteliğini ve kapsamını belirlemekle sorumludur. Yönetim kurulu sağlam risk yönetimi ve iç kontrol sistemleri sağlamalıdır. Yönetim kurulu, kurumsal raporlama, risk yönetimi ve iç kontrol ilkelerinin nasıl uygulanması gerektiği ve şirketin denetçileriyle uygun bir ilişki sürdürülmesi için resmi ve şeffaf düzenlemeler yapmalıdır.¹⁶¹

Ücretlendirme, şirketin uzun vadeli başarısını teşvik edici şekilde ücretler tasarlanmalıdır. Performansla ilgili unsurlar şeffaf ve titizlikle uygulanmalıdır. Yönetici ücret karşılığında politika geliştirmek ve bireysel direktörlerin ücret paketlerini düzenlemek için resmi ve şeffaf bir prosedür geliştirmelidir. Yöneticiler kendi ücretlerini vermeye yetkili olmamalıdır. Pay sahipleriyle ilişkiler, hedeflerle paralel olarak karşılıklı bağlantı kurulmalıdır. Pay sahipleri ile sağlıklı bir iletişimin sağlanmasından yönetim kurulu bir bütün olarak sorumludur.

Bahsedilen bu ana ilkeler, iyi kurumsal yönetimin en geniş çerçevede temel prensibini ortaya koyan genel ifadeleri içermektedir. Destekleyici ilkeler, ana ilkelerin detaylarını açıklamakta olup, şirketlerin kendi durumlarına göre uygulanabilirliğini üzerinde durmaktadır. Kod hükümleri ise, bahsedilen ilkelerde belirtilen hususlara nasıl ulaşılacağına yollarını, başka bir deyişle ilkelerin uygulamasının nasıl olması gerektiğini açıklamaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde İngiltere'nin kurumsal yönetim alanında diğer ülkelere yol gösterici raporlar, yasalar, yönetmelik ve yönergeler hazırladığı ve istikrarlı bir uygulama

¹⁶¹ Financial Reporting Council, **Final Draft The UK Corporate Governance Code**, s.5.

alanı bulduğu üzerinde durulmuştur. Buradan çıkarılan sonuç ise, İngiltere'nin gelişmişliğinin altında yatan sebebin düzenli bir şekilde ülke temelinde şirketlerin genel eksiklerinin analiz edilerek sıkı bir araştırma geliştirme programlarına tabi tutulmasıdır.

4.3.3. G20/OECD Kurumsal Yönetim Genişlemesi

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne dair, 2014/15 dönemindeki gözden geçirmeye OECD üyesi olmayan tüm G20 ülkeleri katılım için davet edilmiştir. Basel Bankacılık Denetim Komitesi, Finansal İstikrar Kurulu ve Dünya Bankası Grubu başta olmak üzere ilgili uluslararası kuruluşlardan uzmanlar da bu gözden geçirmeye katılmışlardır.¹⁶² Gerekli sürede gerekli revizyonun olabilmesi için OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkeleri taslağı tartışmaya açılmıştır. Bunun sonucunda, KOBİ'lerin kurumsal yönetim sınırlarının genişletilmesi, ekonomiye daha fazla katkı sağlaması ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının rekabete kazandırılması amacıyla forum toplanmıştır.

Forum'da kurumsal yatırımcılar konusuna değinilerek daha önce detaylandırılmayan bir konu hakkında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde detaylandırılmıştır. 2016 yılına bulunulan noktaya, kurumsal yatırımcılar sayesinde şirketler kurumsal yönetimi ve ilkeleri benimsenerek gelinmiştir. Bunu göz ardı etmeyen Forum, kurumsal yatırımcıları 2016 güncellemesine eklemiştir.

Şirket ortaklık yapılarına etki eden portföy yatırım şirketleri ve diğer yatırımcılar tarafından yönetilen emeklilik fonları, yatırım fonları ve hedge fonları düzenleyici, dengeleyici veya da değiştirici etki yaratmaktadır. Bunlardan bazıları her türlü ortaklık haklarını gözetmeyi bir strateji olarak benimserken, bazıları da tamamen farklı stratejiler geliştirmektedir. Burada önemli olan, kurumsal yatırımcıların kendi kurumsal yönetim kodlarını açıklamak istemeleridir.¹⁶³

Genel itibariyle düşünüldüğünde ülkelerde çok sayıda ve büyüklükte şirket mevcuttur. Bu şirketlerin büyüklükleri göz önüne alındığında, küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin büyük ve uluslararası bir şirketle rekabet edebilmesinin olasılığı düşük görülmektedir.

¹⁶² OECD, **G20/OECD Principles of Corporate Governance (Turkish version)**, OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264257443-tr> , Paris, 2016, s.3.

¹⁶³ Ozan Altan, **G20/OED Kurumsal Yönetim Forumu**, <http://blog.isyatirim.com.tr/g20oecd-kurumsal-yonetim-forumu> (erişim 07.12.2016), İş Yatırım, Nisan 14, 2015.

Bir şirketin büyüklüğünü, şirketin kuruluştaki konumu, şirketin genel yapısı, müşteri portföyü, Pazar payı, organizasyonu, yönetim kadrosu gibi etkileşimde bulunduğu ortamlar oluşturmaktadır. Bunlar düşünüldüğünde, her şirketin kendi yapısına uygun hareket etmesi ve kapasitesinin farkında olması gerekmektedir. Bu şirket farklılıkları, G20/OECD Kurumsal Yönetim Forumu'nda ele alınmış, şirketlerin büyüklüklerine göre kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlamasında farklılıklar olabileceği tartışılmıştır. Bu zamana kadar ele alınan konular arasında şirket büyüklüklerinin uyumlaştırılması meselesi yer almamış, 2016 yılına bir yenilik olarak yerleşmiştir.

Forum'da, işlem gören şirketlerin büyüklüklerinin farklılaştığı ve buna bağlı olarak ilkelere uyum seviyelerinin de büyüklüklerinin farklı olduğu gözlemlenmiştir. Buna göre büyüklükler esneklik gösterebilmektedir. Şirketler piyasa değerleri ve fiili dolaşım değerlerine göre üç gruba ayrılmıştır. İkelere uyum konusunda da büyük şirketlerin daha fazla yükümlülükleri bulunmaktadır.¹⁶⁴ KOBİ'lerin belirli bir zaman içinde kurumsal yönetim ilkelerine getirilen bu yeni uygulama alanına gösterdiği uyumla birlikte, şirketle ilgili var olan algının değişmesi, ticari itibarın değişmesi, daha düşük maliyetli finansman sağlanması, yurtdışındaki borçlanma piyasalarına daha kolay erişebilmesi, daha az riskle finansal dalgalanma dönemlerini atlatabilmesi, finansal performansın sürdürülebilir olması gibi gelişmeler görülmektedir.

Bir diğer üzerinde durulan konu ise, borsaların kurumsal yönetim ilkeleri üzerindeki etkisidir. Hisselerin, bir başka ifadeyle sermayenin ya da oy haklarının küresel ortamda sınır tanımaksızın kolaylıkla el değiştirebildiği borsaların, kurumsal yönetimin benimsenmesi konusunda önemli rol üstlenebilecekleridir.

Şirketlerin kayıtlı oldukları borsaların farklılaşması durumunda, şirketlerin hangi kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlayacağına açıklanması da dikkat çeken bir diğer gelişmedir. Buna göre, küreselleşme ve piyasaların uyumlaşmaya başlaması gibi gelişmeler, bir piyasada işlem gören şirketin kolaylıkla başka bir ülkede/piyasada işlem görmesini mümkün hale getirmektedir. Bu tür durumlarda, yatırımcılarda şirketin hangi ülkenin kurumsal yönetim uygulamalarını yerine getireceğine dair belirsizlikler oluşmaktadır. OECD ilkelerinde yapılan revizyona göre, aynı anda birden fazla ülkede işlem gören şirketlerin, yatırımcılarda oluşan bu tür belirsizlikleri ortadan kaldırmak

¹⁶⁴ Altan, **G20/OED Kurumsal Yönetim Forumu**, 2015.

amacıyla hangi ülkenin düzenlemelerine ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlayacaklarını açıklamaları gerekmektedir. Diğer yandan, borsalar da bu konuda politikalarını belirleyip kamuya açıklama yapmalıdır.¹⁶⁵

G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri altı farklı bölüm şeklinde sunulmaktadır. Etkin kurumsal yönetim çerçevesi için temellerin sağlanması, pay sahiplerinin hakları ve adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri, kurumsal yatırımcılar, pay piyasaları ve diğer araçlar, kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulunun sorumlulukları ilkelerin temelini oluşturan ana bölümlerdir. Altı ana bölüm bir dizi destekleyici alt ilkeler ile detaylandırılmıştır.¹⁶⁶

4.3.4. İngiltere’de Kurumsal Yönetim Temelli Endeks Düzenlemelerinin Değerlendirilmesi

Kurumsal yönetim uygulamalarının kapsamlı bir şekilde İngiltere’deki Cadbury Raporu ile başladığı kabul edilmektedir. Bu alanda öncü olan İngiltere’nin kurumsal yönetim düzenlemelerine diğer ülkelerden daha çok ihtiyaç duyulmasına şirket sermayelerinin büyük miktarlara ulaşıyor olması ve gelişmiş bir sermaye piyasasının varlığı sebep olmaktadır. ABD’de olduğu gibi İngiltere’de şirketlerin halka açıklık oranlarının yüksek oluşu, hisse senedi yoğunluğunun az olmasına neden olmaktadır. Hisse senedi yoğunluğunun az olması, hissedar fazlalığının bir sonucudur.

Düzenlemelerin ilki olarak bilinen Cadbury Raporu’nda kurumsal yönetim "şirketin nasıl yönetileceğini ve denetleneceğini belirleyen sistem" olarak tanımlanmıştır. Yapılan bu tanıma göre, Anglosakson sistemde büyük ölçüde şirketin yapısına ve karar alma süreçlerine vurgu yapılmaktadır.¹⁶⁷

İngiltere’de şirketlerin uyacakları kurumsal yönetim prensipleri "combined code" adıyla ve çeşitli yasaların öncülüğünü yaptığı konuların düzenlenmesiyle ilk olarak Temmuz 2003’te birleştirilmiştir. Ocak 2003’te yayımlanan Higgs Raporu’nda özellikle icracı olmayan yönetim kurulu sorumluluklarını ele alınmıştır. Smith Rehberi’nde de denetim

¹⁶⁵ Altan, **G20/OED Kurumsal Yönetim Forumu**, 2015.

¹⁶⁶ OECD, **G20/OECD Principles of Corporate Governance (Turkish version)**, s.11.

¹⁶⁷ Doğan, **a.g.e.**, s.84.

komiteleri ile ilgili düzenlemeler getirilmiştir. Londra Borsası'nın bütün bu çalışmaları temeline yerleştirerek şirketlere kurumsal yönetim prensipleri konusunda yol göstermesi amacıyla oldukça kapsamlı bir kurumsal yönetim rehberi hazırlamıştır.¹⁶⁸

İngiltere'de kurulmuş ve Londra Menkul Kıymetler Borsası Ana Pazarı'na kote olmuş tüm anonim şirketlerden kotasyon şartı olarak muhasebe kayıtlarında ve yıllık faaliyet raporlarında Birleştirilmiş Kurallar'da yer alan ilkeleri nasıl uyguladıkları hakkında bir bildirim yapmaları talep edilmektedir. Uygulamamaları durumunda gerekçesiyle yine bildirimde bulunulması istenmektedir. Ana Pazar'da kote olan denizaşırı şirketlerin, kendi ülkelerinde uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinin Birleştirilmiş Kurallar'da yer alan ilkelerden önemli farklılıkları olması durumunda söz konusu farklılıkları kamuoyuna açıklamaları gerekmektedir.¹⁶⁹

Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın uluslararası pazarının altında organize edilen AIM piyasasında işlem gören daha küçük ancak büyümekte olan şirketlerden resmi olarak Birleştirilmiş Kurallar'a uymaları istenmemektedir. Ancak, Kote Olan Şirketler Birliği tarafından 2005 yılında yayımlanan AIM Şirketleri İçin Kurumsal Yönetim Rehberi'nde söz konusu şirketlerin uyması için gerekli kurumsal yönetim ilkeleri yer almaktadır. Birleştirilmiş Kurallar esas alınarak hazırlanan rehberin şirketlere tavsiye ettiği yükümlülükler hakkında "uygula veya açıkla" gerekliliği getirilmemiştir.¹⁷⁰

İngiltere kurumsal yönetim uygulamalarının en temelini gerçekleştirerek piyasaların eksik yönlerine göre şekillenen bir ülkedir. Ancak, kurumsal yönetim ilkelerini gerçekleştirirken borsalarda kurumsal yönetim endeksi adı altında ayrı bir endeks düzenlemesi oluşturulmamıştır. FTSE şirketleri, mevcut uygulamaların tümüne uyum sağlarken, gerçekleştirilen kurumsal yönetim ilkelerini de değerlerinin içerisine dâhil edilmektedir.

FTSE Group, endekslerin oluşturulmasında ve yönetiminde dünya lideri konumunda olan bir oluşum olarak bilinmektedir. Yerel endeksler ve dünya çapında tanınmış endeksleri içeren hesaplar serisini yöneten FTSE Group; FTSE endeksleri, yatırım analizi,

¹⁶⁸ Darman, **Kurumsal Yönetim Bildiri Kitabı**, s.16.

¹⁶⁹ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.22.

¹⁷⁰ National Association of Pension Funds (NAPF) Limited Investment Council, **Corporate Governance Policy: Policy and Voting Guidelines for AIM Companies**, 2008, s.3.

performans ölçümü, varlık tahsisi, portföy riskinden korunma ve çok çeşitli endeks izleme fonları yaratmak için dünya çapında yatırımcılar tarafından yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Kıdemli fon yöneticilerinin, türev uzmanlarının, aktüerlerinin ve diğer tecrübeli uygulayıcıların bağımsız komiteleri, nesnel ve yanlılık yapılmasını sağlamak için endekslerdeki tüm değişiklikleri incelemektedir. FTSE Group hakkında bilinen özellikle endekslerin oluşturulması işlevidir. Gerçek zamanlı FTSE endeksleri Reuters tarafından yönetilen sistemlerde hesaplanmaktadır. Reuters tarafından kullanılan fiyatlar ve döviz kurları sağlanmaktadır.¹⁷¹

Kurumsal Pay Sahipleri Hizmetleri A.Ş, Kapsamı itibariyle müşterilerin holdingleri ile uyumlu şekilde genişlemektedir. Kurumsal müşteriler, kurumsal yönetim görüşlerini uygulamak, çevresel, sosyal ve yönetsel riskleri belirlemek ve vekâleten oy verme ihtiyaçlarını küresel temelde yönetmek için ISS'ye yönelmektedir.¹⁷²

Kurumsal yönetimin kilit bileşen olmasının nedeni olarak öz sermaye riskinin oluşması gösterilmektedir. Bu riski küresel boyutta ölçmek ve küresel yatırım toplulukları için çözüme ulaştırmak için FTSE ISS Kurumsal Yönetim Endeksi Serisi ve CGI derecelendirmeleri oluşturulmuştur. Endeks ve derecelendirme ürünleri, FTSE ve ISS tarafından 2004 yılında endüstri çapında yapılan toplantı sırasında ortaya çıkan bir geri bildirimdir. Değerlendirmeler, yatırımcılara şirket, ülke ve sektör bazında ilk kez kurumsal yönetim riskini analiz etme olanağı vermektedir. FTSE Kurumsal Yönetim Endeksi yatırımcılara mevcut şirketlerin performanslarını iyi kurumsal yönetim uygulamaları çerçevesinde takip etme imkânını sunmaktadır.¹⁷³ FTSE CGI Endeks Serisi, küresel yatırımcıların bu endeks serisini kullanarak küresel portföylerindeki kurumsal yönetim riskini tespit edebilmesi ve yönetebilmesine yardımcı olmaktadır. Düşük kurumsal yönetimi benimseyen ve uygulayan şirketlerin sayısını en aza indirmeyi ve maksimum koşullarda olabilecek getiriye sağlamayı hedeflemektedir.

¹⁷¹ The Corporate Social Responsibility Newswine, **FTSE and ISS Launch New Corporate Governance Index Series**, http://www.csrwire.com/press_releases/23597-FTSE-and-ISS-Launch-New-Corporate-Governance-Index-Series (erişim 08.12.2016), Dec 13, 2004.

¹⁷² Institutional Shareholder Services, **The Global Leader in Corporate Governance & Responsible Investment**, <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/> (erişim 08.12.2016)

¹⁷³ Ftse Iss Cgi Series Research Report, **FTSE ISS Corporate Governance Rating And Index Series - Measuring The Impact Of Corporate Governance On Global Portfolios**, April 2005, S.1.

BEŞİNCİ BÖLÜM

GELİŞMİŞ ÜLKELERDEN AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ VE İNGİLTERE ENDEKSLERİNİN TÜRKİYE’NİN KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİYLE KARŞILAŞTIRILMASI

5.1. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ BORSALARINDA KURUMSAL YÖNETİM

Genel olarak dünyada, sermaye piyasaları bulunulan koşullara uyum sağlanması amacıyla düzenleyici kuruluşlar ile borsaların çoğunluğu ile işbirliği halinde bulunanlar tarafından kurumsal yönetim prensipleri aranılan şartlar arasına alınmıştır.¹⁷⁴ ABD’de borsalar, gerek borsa şirketlerinin hesap verilebilirliklerini ve şeffaflıklarını artırmak amacıyla kendi inisiyatifleriyle ve gerekse de Sarbanes Oxley Yasası’nın gereği olarak son dönemde kurumsal yönetim konusunda şirketlere uymak durumunda oldukları kotasyon standartlarında değişikliğe gidilmiştir.

ABD’de 1933 ve 1934 yıllarındaki yatırımcıları korumaya yönelik hükümlerin yer aldığı Menkul Kıymet Kanunu ve Menkul Kıymet Borsası, hisse senetlerinin yatırımcılara satışlarında gözetimin sağlanmasına, dolandırıcılığın en aza indirilmesine ve finansal bilgilerin kamuya açıklanmasına yönelik hükümler yer almaktadır.¹⁷⁵ Bu tür düzenlemeler ABD’nde oldukça gelişmiş finansal piyasa kanunlarının varlığını oluşturduğundan hissedarların kontrolünü sağlamak için kanunlarını sağlam temele dayandırmak zorundadırlar. Bunu ortaya çıkaran pay sahipliğinin dağınıklığıdır.

Finansal piyasaların düzenleyici otoritesi olarak Menkul Kıymetler ve Borsalar Kurulu, 1934 tarihli Menkul Kıymet Borsası Kanunu ile kurulmuştur. SEC’e finansal piyasalar

¹⁷⁴ Darman, **Kurumsal Yönetimde Dünyadaki Gelişmeler Kurumsal Yönetim Endeksi Ve Kurumsal Yönetim Reytinci**, s.16.

¹⁷⁵ Calder, **a.g.e.**, s.16.

ile ilgili olarak üstün bir rol verilmiştir. SEC, ABD kurumsal menkul kıymet kanunlarını uygulamak, menkul kıymet piyasalarını gözetmek, kurumsal kayıtları düzenlemek ve gözden geçirmek üzere görevlendirilmiştir. SEC, finansal bilgilerin temel kaynağı olan muhasebe standartlarının uyumlaştırılmasından, denetleme ve finansal analizlere kadar tüm bilgi zincirinin gözetip denetlenmesinden sorumlu tutulmuştur.¹⁷⁶

Finansal piyasa kanunu ile şirketler kanunu karşılaştırıldığında, şirketler kanununun daha az geliştiği görülmektedir. Bu kanunlar, şirketleri kendilerine yönlendirme konusunda rekabet halinde olan her bir eyalet tarafından ayrı ayrı kabul edilmişlerdir. Bu rekabette Delaware Eyaleti açık ara öndedir. ABD’de kurulu en büyük şirketlerin yarısından fazlasının şirket merkezi bu eyalette bulunmaktadır. Bundan dolayı, ABD mevzuatı sözleşme serbestisi anlamında şirketlere kendi iç kurumsal yönetim uygulamalarını oluşturmaları konusunda büyük esneklik sağlamaktadır. Yönetim kurulunun oluşturulması tedbirinin zorlayıcı özelliği bulunmaktadır. Şirketler kanunu ayrıca, eyaletler arasından farklı şekilde tanımlanan azınlık pay sahiplerinin korunmasını garanti altına almak üzere belirli tedbirleri de öngörmektedir. ABD’de, yöneticilerin ve müdürlerin özen gösterme yükümlülüğü şirketler kanununun ana ilkesidir. Bu yükümlülüğün yerine getirilmesi sonradan kontrol edilir. ABD sisteme özgü olarak, yükümlülüğün yerine getirilememesi durumunda dava açılma riski oldukça yüksektir. Bundan dolayı, yöneticilerin ve müdürlerin yükümlülüklerini yerine getirip getirmediği konusunda karar verilmesinde içtihat kararları belirleyici bir rol oynamaktadır.¹⁷⁷

ABD’de kurumsal yönetim uygulamalarının eyaletler arası farklılık göstermesi eyaletlerde çıkarılan kanunların eyalet temelinde uygulanması gibi bir sınırlama getirmektedir. Ancak şirketlerin büyük çoğunluğunun merkezinin Delaware Eyaleti’ne bağlı olması bu sınırlamayı biraz olsun azaltmaktadır. Bu da şirketlerin organize olmuş piyasalarda işlem gören kamu şirketleri tarafından kurumsal yönetim uygulamalarının piyasa genelini etkileyebilmektedir.

¹⁷⁶ Tom Mason, "**Corporate Governance in Agricultural Co-operatives**", 2005 Scholarship Report, 31 Ocak 2006, s.8.

¹⁷⁷ Antoine Rebérioux, "**The End of History in Corporate Governance? A Critical Appraisal**", Amsterdam Research Centre for Corporate Governance Regulation Inaugural Workshop, 17-18 Aralık 2004, s.8.

Buradan ABD'deki mevcut yönetim sisteminin 50 eyaletin her birinde çıkarılan şirketler kanunlarına dayandığı söylenmektedir. Model Ticari Şirket Kanunu adıyla yayımlanan ve Amerikan Barolar Birliği tarafından düzenli olarak güncellenen kanunun eyaletler tarafından uygulanması nedeniyle, eyaletler tarafından çıkarılan söz konusu kanunlar birbirlerine oldukça benzemektedir. Eyalet kanunları ve etkili Model Ticari Şirket Kanunu, şirketlerin üzerlerine kurdukları temelleri ile özen borcu ve sadakat borcu olarak adlandırılan yöneticilerle şirketler arasında güven ilişkilerini net olarak ortaya koymaktadır.¹⁷⁸

ABD'ndeki 2000'li yılların başında ve sonrasında halka açık şirketlerin güvensiz bir izlenim yaratması sonucunda ve yaşanan skandallar neticesinde, kurumsal sorumluluğun artırılması ve Amerikan pay sahiplerinin haklarının korunması amacıyla bir planın uygulanacağı ABD Başkanı tarafından 7 Mart 2002 tarihinde kamuoyuna açıklanmıştır. Ülkenin en büyük şirketlerinden bazılarının kârlarını gerçek bir şekilde kamuoyuna açıklamadıklarının ortaya çıkması ve bu durumun yatırımcılara zarar verecek olması göz önüne alınarak plan oluşturulmuştur. Planda, kurumsal yönetimin; bilginin doğruluğu ve ulaşılabilirliği, yönetimin sorumluluğu ve denetimin bağımsızlığı prensipleri temel olarak alınmıştır.¹⁷⁹

Kurumsal yönetim konusunda en iyi uygulamanın yerine getirilmesinde gönüllü düzenlemelerin ve öz düzenleyici düzenlemelerin yararlı olduğu ABD'de özel sektör tarafından genel olarak kabul edilmektedir. ABD'de kurumsal yönetim ortamının geliştirilmesine katkısı olan gönüllü düzenlemeler ve kılavuzlar mevcuttur.¹⁸⁰ Ulusal Kurumsal Yöneticiler Derneği tarafından 1999 yılında yayımlanan "Kurumsal Yönetim Komitelerinin Etkinliklerinin Geliştirilmesi Konusunda Blue Ribbon Komisyonu'nun Tavsiyeleri ve Raporu", NACD tarafından 2000 yılında yayımlanan "Baş Yöneticilerin, Yönetim Kurulunun ve Müdürlerin Performanslarının Değerlendirilmesi Konusunda NACD Blue Ribbon Komisyonu'nun Raporu", General Motors şirketinin yönetim kurulu tarafından 2000 yılında yayımlanan "Önemli Kurumsal Yönetim Yayınları İçerisinde

¹⁷⁸ Waring, Pierce, **The Handbook Of International Corporate Governance: A Definitive Guide**, s.180.

¹⁷⁹ Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou, **International Corporate Governance After Sarbanes-Oxley**, 1. Baskı, ABD: John Wiley & Sons, Inc., 2006, s.9.

¹⁸⁰ United Nations, **"Guidance On Good Practice In Corporate Governance Disclosure"**, United Nations Conference Trade and Development, Mart 2006, s.50

General Motors Yönetim Kurulu'nun Kurumsal Yönetim İlkeleri", Amerikan Barolar Birliği'nin İşletme Hukuku Bölümü tarafından oluşturulan kurumsal yönetim komitesinin 2001 yılında yayımladığı "Pay Sahipleri Genel Kurullarının Yönetimi için El Kitabı" ve "Kurumsal Yöneticilerin Kılavuz Kitabı", İş Yuvarlak Masa Toplantısı tarafından 2002 yılında yayımlanan "Kurumsal Yönetim İlkeleri", Yatırım Yönetimi Araştırmaları Derneği tarafından 2002 yılında yayımlanan "Global Yatırım Performansları El Kitabı", Conference Board adlı sivil toplum kuruluşunun kamu güveni ve özel girişim konusunda oluşturduğu komisyon tarafından 2003 yılında yayımlanan "Bulgular ve Öneriler" kurumsal yönetime katkı sağlayan çalışmalar olmuştur.

Ulusal ve eyalet hükümleri tarafından zorunlu uygulamalardaki değişikliklerde, gönüllü en iyi uygulamaların etkisi olmuştur. Söz konusu zorunlu değişiklikler, ABD hükümetinin ve her bir eyalet hükümetinin yasama, yürütme ve yargı erkleri tarafından gerçekleştirilmektedir. Halka açık şirketler için zorunlu uygulamalar, AMEX, NASDAQ ve NYSE'den oluşan Öz Düzenleyici Organizasyonlar'ın uyguladıkları kotasyon şartlarından kaynaklanmaktadır.¹⁸¹ New York Menkul Kıymetler Borsası ve Nasdaq Borsası gibi öz düzenleyici kuruluşlar da kurumsal yönetim ilkelerini yayımlamışlardır.¹⁸²

5.1.1. Kurumsal Yönetim Uygulamalarında New York Menkul Kıymetler Borsası ve Uyarlanmış Kurumsal Yönetim Endeksi

ABD'de, kurumsal yatırımcılar, kurumsal yönetim hususunda belirli standart ve uygulamaları kendilerine uyarlamak için aynı doğrultuda bir beklenti içindedir. Beklenti içine giren kurumsal yatırımcıları ABD, tanımlarken az sayıda şirkette kısa süreliğine görev yapabilen aktif hedge fonlarından ve büyüyen hisse sahibinden oluştuğu şeklinde tanımlamaktadır. NYSE'de kurumsal yönetimi bir amaç olarak değil, daha çok uzun vadeli değer yaratma ve koruma sağlayıcısı olarak görmektedir. Burada değer, bir hak ve sorumluluk sistemi olarak en üst düzeyde işlemesi öngörülmektedir. Öngörülerin

¹⁸¹ Fahy, Roche, Weiner, **Beyond Governance: Creating Corporate Value Through Performance, Conference and Responsibility**, 182-183.

¹⁸² U.S. Securities and Exchange Commission, **Policy Measures To Rebuild Confidence In Financial Markets And To Improve Governance Of And By Institutional Investors-USA: Recent Corporate Governance Developments**, 7 Nisan 2003, s.3.

gerçekleşmesinin koşulları; şirketlerin hissedarlarına hesap verilebilirlik ve cevap vermesini sağlamak, uzun vadeli bir görüşü sağlayacak davranış ve tazminat sisteminin uygulanması ve yatırımcılar ile şirketler arasındaki mühim konuların karşılıklı verimli diyalog ile gerçekleştirilmesidir.

ABD piyasalarının gelişmişliğinin göz önünde tutulduğu bir ortamda, yapılan araştırmalar ve gözlemler sonucu NYSE tarafından nicel, nitel ve işbirlikçi olmak üzere üç farklı şekilde ele alınmıştır. Niceliksel boyut, uzun vadeli değer yaratmak ve korumak için objektif ve yapısal yönetim özelliklerini içermektedir. Niteliksel boyut, yönetim kurulu kompozisyonu, etkinlik ve tazminat tasarımı gibi öznel düşünceleri kapsamaktadır. İşbirlikçi boyut ise, pay sahiplerinin kritik konulardaki görüşlerini aramaya ve bunlara cevap verme derecesini belirlemektedir.¹⁸³

Çizelge 18: Kurumsal Yönetimin New York Stock Exchange Tarafından Değerlendirilen Boyutları

Niceliksel Boyut	Niteliksel Boyut	İşbirlikçi Boyut
<ul style="list-style-type: none"> -Bir şirketin yönetiminin ilk araştırması pay sahipleri, yöneticiler ve yöneticiler arasında hak ve sorumluluk dağılımı -Yöneticilerin belirlenmesi, aday gösterilmesi, seçilmesi ve kaldırılması -Hissedarların müdürlerden bağımsız harekete geçme yolları 	<ul style="list-style-type: none"> -Liderlik rolünün gerektirdiği bağımsızlık gereklilikleri -Yönetim Kurulu'nun niteliklerini beraberinde getirmesi -Mevcut niteliklerin tamamlayıcılığını sağlayan bir Yönetim Kurulu'nun oluşturulması -Yatırımcı konumları ve kişisel niteliklerin uyumlaştırılması ve göz önünde tutulması 	<ul style="list-style-type: none"> -Yatırımcılar ve ihraççıların etkileşimleri -Yatırımcıların temel konulardaki görüşlerinin hesap verilebilirliği -Yatırımcılarla ihraççıların açıklama yoluna gitmesi -Yatırımcılar ile ihraççıların bulunduğu toplantıların olması ve katılımının artırılması

ABD'nin köklü ve uluslararası piyasalara yön veren borsalarından biri olan NYSE, kurumsal yönetim standartlarını borsaya kote olacak şirketler için bir zorunluluk haline getirmiştir. Bu standartlara uymayacak şirketlerin ise, kurumsal yönetim gerekliliği olan

¹⁸³ New York Stock Exchange, **NYSE: Corporate Governance Guide**, Published by White Page Ltd., December 2014, s.13.

"uygula ya da açıkla" durumunu sergilemiş olması gerekmektedir. Aynı zamanda yukarıda çizelge halinde gösterilen ve NYSE tarafından kurumsal yönetimin ele alınışı, kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetime bakış açısının kapsamlı değerlendirmesine imkân tanımaktadır. Ancak bütün bunlar düşünüldüğünde hem ülkedeki derecelendirme kuruluşlarının hem de NYSE ve diğer büyük borsaların kurumsal yönetimi ayrı bir endeks ve değerlendirme içine almadıkları görülmektedir. Borsaya kayıtlı şirketlerin zaten uymak zorunda oldukları kurumsal yönetimi, buldukları ve değerlendirildikleri endeks içerisinde yorumladıkları bilinmektedir.

Burada NYSE'nin kurumsal yönetim açısından danışmanlık görevi üstlendiği görülmektedir. Özellikle ABD'de son yıllarda kamu şirketleri, aktifçi riskten korunma fonlarının yönetimi altındaki toplam varlıkların önemli oranda artması, şirketlerin yöneticilerini düzenli olarak aktivist yatırım alanındaki gelişmeler hakkında güncelleme ve en büyük kurumsal pay sahipleri ile düzenli olarak buluşmalarını sağlamaktadır.¹⁸⁴ Halka açık şirketlerin ise, borsalar tarafından belirli hükümlere uymaları koşulu ile şirket değerlerinin artırılması ve uluslararası piyasalarda rekabete açık hale getirilmesi hedeflenmektedir.

Çizelge 19: New York Stock Exchange Endeks Grupları

NYSE U.S. 100 Endeksi	NYSE International 100 Endeksi	NYSE TMT Endeksi	NYSE World Leaders Endeksi	NYSE Composite Endeksi	NYSE Sector Endeksleri
NYSE'de kote edilen ve toplam piyasa değerleri en büyük olan 100 şirketin bileşeninden endeks grubudur.	NYSE'nin toplam piyasa değeri en yüksek ve Amerikan olmayan 100 şirketten oluşur.	Teknoloji, Medya ve İletişim sektöründe ki en büyük 100 şirketin işlem gördüğü endeks grubudur.	NYSE U.S. 100 ve NYSE International 100 Endeksleri toplamından oluşur.	NYSE'deki tüm hisse senetlerinin performanslarının ölçülmesi ile oluşturulan bir endeks grubudur.	NYSE Composite Endeksi'nin alt sektörlerinin yeni sektör endeksi olarak oluşturulan endeks grubudur.

Bu çalışmanın esasını kurumsal yönetim endeksi oluşturduğundan, NYSE'nin endeks gruplarının hepsi ayrı ayrı değerlendirmeye dâhil edilmeyecektir. Özellikle Türkiye ve

¹⁸⁴ New York Stock Exchange, **NYSE: Corporate Governance Guide**, s.38.

İngiltere endeksleriyle sağlıklı bir karşılaştırma yapabilmek adına NYSE U.S. 100 Endeksi ve NYSE Composite Endeksi verileri kullanılacaktır. NYSE Composite Endeksi'nin karşılaştırmada kullanılmak istenmesinin nedeni, endekste yer alan şirket hisse senetlerinin performanslarının ölçülmesidir. Bu bakımdan ele alınacak temel endeks grubu NYSE Composite Endeks denilebilir.

NYSE'ye ait endeksler, Dow Jones tarafından geliştirilen kural tabanlı bir metodolojiye göre muhafaza edilmektedir. Bu endeksler, sermaye artırımını ağırlıklıdır. Bundan dolayı halka açık hisseler için düzeltilmiş bir toplam fiyat ve getirileri esas alınarak hesaplanmaktadır. Endeksler her iş günü yayımlanır ve güncellemeleri NYSE açık olduğu müddetçe devam etmektedir. Bünyesinde işlem gören hisse senetleri için bileşen ağırlığı, piyasa değeri ve serbest formayı esas alan veriler temel alınarak üç ayda bir incelenmektedir. Endeksler, halka arz eden şirketler, birleşmeler ve pazarı yönlendiren diğer kurumsal gelişmelere uyum sağlamaktadır. Tüm endeks bileşenli şirketler, dünyanın en büyük ve en likit piyasasının büyük bir bölümünü oluşturmaktadır.¹⁸⁵

Çizelge 20: Dow Jones Global Endüstri Sınıflandırma Bölümleri Örnek Açılım

Ekonomik Sektör	Piyasa Sektörü	Sanayi Grubu	Alt Grup
-NYS -ENE -Finansal [FIN] -HCR -IDU -TEC -TLS -UTI	-Bankalar [BNK] -Finansal Hizmetler [FVS] -Sigorta [INS]	-Bankalar [BNK] -Çeşitlendirilmiş Finans [FIS] -Emlak [REA] -Menkul Kıymetler Komisyoncuları [SCR] -Sigorta [INS]	-Ex- S&L Bankaları [BKS] -Tasarruf ve Kredi [SAL] -Çeşitlendirilmiş Finans [FIS] -Emlak [REA] -SCR -Sigorta Tam Hattı [INF] -Sigorta Hayatı [INL] -Sigorta, Mülkiyet ve Kazalar [INP]

NYSE Endeksleri, hisse senetlerini on ekonomik sektör, on sekiz Pazar sektörü, elli bir sanayi grubu ve seksen dokuz alt gruba ayıran Dow Jones Global Endüstri Sınıflandırma Standartları'nı kullanmaktadır. Bu bölümler, ekonomik, politik ve çevresel faktörlere

¹⁸⁵ New York Stock Exchange, **Methodology Guide for NYSE Indexes**, February 2004, s.2-4.

benzer şekilde tepki gösteren bileşenleri bir araya getirerek belirli bir piyasanın risk özelliklerini yakalamak üzere tasarlanmıştır. NYSE Endeksleri ise, bu dört seviyenin her birinde tutulmaktadır.¹⁸⁶

NYSE Endeksleri'nin kâr paylarının dağıtımını ve işleyişine bakıldığında, fiyat endeksinde normal temettü ödemesi dikkate alınmamaktadır. Bu durumda yeniden yatırım yapılır ve toplam getiri endeksinde muhasebeleştirilir. Ayrıca, faaliyet kârından elde edilen özel temettülerin dağıtılması fiyat endeksini bozmaması açısından bazı ayarlamaya tabi tutulmaktadır. Bu endekslerin esas çıkış tarihi 31 Aralık 1995 olup, esas değeri de 3000'e eşittir. NYSE, Tüketici Fiyat Endeksi gibi sabit bir dönemdeki miktar ağırlığına karşı fiyat değişikliklerini ölçen Laspeyres dizinini kullanmaktadır.

NYSE Endeksleri, NYSE'nin her bir endekste yer alan her bir şirket için NYSE'de en son işlem gören fiyat kullanılarak hesaplanmaktadır. Bir önceki gün kapanış endeks değeri belirlendikten sonra, endekslerin herhangi bir bileşenin ilk işlem gören fiyatı alınmaktadır. Bu da NYSE'nin açılışını takiben gerçek zamanlı olarak endeks değerlerinin güncellenmesi ve yayımlanmasıyla devam etmektedir. NYSE açıkken bir hisse senedinin ticareti bloke oluyorsa, işlemler gerçekleştirilinceye kadar o hisse senedinin son işlem fiyatı sonraki tüm endeks hesaplamaları için kullanılmaktadır. NYSE açılışından önce ticaretin ertelenmesi durumunda, endeksin hesaplanmasında hisse senedinin önceki gündeki düzeltilmiş kapanış fiyatı kullanılmaktadır. Belirli bir hisse senedi açılıncaya kadar önceki günün düzeltilmiş kapanış fiyatı endeks hesaplamasında kullanılmaktadır. Bu fiyatlar, ABD Doları cinsinden hem fiyat hem de toplam getiri temelinde hesaplanmaktadır. Fiyat endeksi gerçek zamanlı olarak güncellenirken, toplam getiri endeksi gün sonunda hesaplanmaktadır.¹⁸⁷

Bahsedilen bu endekslerin sabit bir değerinin olmadığı bilindiğine göre, piyasa değerlerinin bazı olaylardan etkilendiği söylenebilir. Örneğin, şirketlerde meydana gelen iç ve dış değişiklikler endeks verilerinde direk değişikliğe sebep olmaktadır. Şirket devralmaları, şirkete karşı sunulan teklifler, geri alım programları, hak ve şirket tahsilatları ve buna benzer doğrudan veya dolaylı şirket faaliyetlerinden kaynaklanan hisse değişimleri piyasa fiyatını etkilemektedir.

¹⁸⁶ New York Stock Exchange, **Methodology Guide for NYSE Indexes**, s.3.

¹⁸⁷ New York Stock Exchange, **Methodology Guide for NYSE Indexes**, s.5.

Dow Jones, NYSE Endeks üyelerini bileşenlerindeki değişikliklerden ve kurumsal eylemlerden korumak için etkilenecek endeksin piyasa değerini, endeks bölen olarak adlandırılan bir düzeltme faktörü ile her gün ticarete bir değişiklik olduğunda, ticaret bitiminden sonra bölmektedir. Tarihinde ilk endeks bölen, bilindiği üzere 1/3000 temel piyasa değeridir. Ocak 1996'nın ilk işlem gününde endekste meydana gelen değişikliği hesaplamak için kullanılan bölen 3000 başlangıç değerini vermiştir.

Endeks böleninin işleyişi açık bir şekilde NYSE tarafından açıklanmıştır. Buna göre, ticaret günü boyunca, bileşen şirket fiyat teklifleri, bir şirketin endeks zamanındaki çeşitlendirilmiş sayısının tüm endeks bileşenleri için toplanan en son işlem gören fiyatın sayısına bölümünün o bölünene bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Kurumsal hareket veya bileşen değişikliği yoksa endeks böleni bir sonraki işlem gününde değişmeden kalır. Değişikliğe neden olan bir olay varsa, endeksin yeni düzeltilmiş taban piyasa kapağı, kapanıştan sonra düzeltilmiş fiyatlar ve düzeltilmiş piyasa rakamları kullanılarak hesaplanır. Ardından, bir sonraki işlem günündeki açılıştan başlamak üzere yeni bir bölen hesaplanmaktadır.¹⁸⁸ İşlem günündeki açılıştan başlayarak hesaplanacak olan bu yeni bölen, kapanış endeks değerini yeni düzeltilmiş taban piyasa değeri ile ilişkilendirmektedir. Basit bir formülle aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır. Bu formülle hesaplanan yeni böleni bugünün düzeltilmiş taban piyasa kapağına bölmek kapanış endeks değerini oluşturmaktadır.

Gelecek günün yeni böleni = Geçerli Gündeki Bölen* Sonraki Gün İçin Ayarlanmış
Baz Piyasa Değeri / Geçerli Günün Piyasa Değeri

NYSE endeks hesaplamalarında yatırımcılara gerçek zamanlı değerler yansıtılmaktadır. Ancak, Dow Jones Global Indexes yatırımcılara mevcut gerçek hisse sayısını yansıtmak için endeksleri düzeltilmiş piyasa değerleri ile yansıtmaktadır. Ayrıca, NYSE Endeks bileşenlerinin belirlenmesinde likidite seviyesinin belirli bir değer altında olamaması gözetilmektedir. Buna göre, önceki üç ay boyunca ortalama günlük küresel ticaret hacminde 100.000'den az hisseye sahip şirketler, endekste bulunmaya uygun olmayan şirket statüsündedir.

¹⁸⁸ New York Stock Exchange, **Methodology Guide for NYSE Indexes**, s.6.

NYSE Composite Endeksi, NYSE’de listelenen tüm ortak hisse senetlerinin performansını ölçmek üzere tasarlanan bir endekstir. ABD ve ABD dışındaki hisse senetlerinin toplam piyasa değerindeki değişikliklerin ölçüsü olarak bilinmektedir. Endeks, serbest dolaşımli piyasa değeri kullanılarak şekillendirilmektedir ve hem fiyat hem de toplam getiri bazında hesaplanmaktadır. NYSE tarafından bu endeks grubu ABD endekslerinin modernizasyonu ve hizalaması amacıyla Ocak 2003 yılında güncellenmiştir. Diğer endeks gruplarında olduğu gibi NYSE’nin bu endeksi de Dow Jones tarafından hesaplanarak muhafaza edilmektedir.¹⁸⁹

Çizelge 21: NYSE Composite Endeksi Eski ve Yeni Metodoloji Karşılaştırması

	Eski Metodoloji	Yeni Metodoloji
Uygun Sınıflandırma İçin Güvenlik Sınıfı		
-Ortak Hisse Senetleri	-Evet	-Evet
-ADR’ler	-Evet	-Evet
-Hisse Senetlerinin Takibi	-Evet	-Evet
-GYO’lar	-Evet	-Evet
-Kapanan Fonlar	-Evet	-Hayır
-ETF’ler	-Evet	-Hayır
-Tercih Edilen Hisse Senetleri	-Hayır	-Hayır
-Türevleri	-Evet	-Hayır
-Fayda İçeren Paylar	-Evet	-Hayır
-Güvenli Birimler	-Evet	-Hayır
-Sınırlı Ortaklıklar	-Evet	-Hayır
Ağırlıklandırma	Tam Piyasa Değeri	Düzeltilmiş Piyasa Değeri
Temel Tarih	31 Aralık 1965	31 Aralık 2002
Temel Değer	50	5.000
Görülen / Hesaplanan	Menkul Kıymetler Endüstrisi Otomasyon A.Ş.	Dow Jones Global Indexes
Yeniden Yapılandırma / Yeniden Dengeleme	Devam Eden	Devam Eden
Güncellemeler	Günlük	Üç Ayda Bir
Hesaplamaları Geri Getirme	Fiyat İadesi Endeksi	Fiyat ve Toplam Getiri Endeksleri

Yeni güncellemeyle NYSE Composite Endeksi’ne dâhil olunabilme ölçütleri sınırlandırılmıştır. Ortak hisse senedine sahip şirketler, hisse senetlerinin takibini gerektirecek işlemler, GYO’lar ve ADR’ler dışındakilerin endekse dâhil edilmesi sınırlandırılmış hatta kaldırılmıştır. Bileşik endeksinin hesaplanması diğer endeks

¹⁸⁹ New York Stock Exchange, **NYSE Composite Index Methodology Guide**, 2004, s.2.

gruplarının hesaplanması gibi yapılmaktadır. Hesaplanması ve muhafaza edilişi Dow Jones tarafından gerçekleştirilmektedir.

Bileşime gerçekleştirilecek eklemeler, yeni NYSE listeleri, halka arzlar, devirler ve devralmaların sonucunda olabilir. Yeni listeler ve IPO'lar endekse NYSE'deki işlemlerin ilk gününde ticaretin sonunda eklenmektedir. Bir endeks oluşturucu, bir veya daha fazla yeni şirket kurmak için işinin bir kısmını devrederse, tüm yeni şirketler Bileşik Endeks'e anında dâhil edilmektedir. Bir endeks oluşturucu başka bir şirketle birleştiğinde, yeni kurulan şirket, üyelik şartlarına uygun olması şartıyla birleşme tarihinden itibaren ticaretin bitimine kadar endekse üye olmaktadır. Endeksten çıkarılma durumu da, şirket devralmaları veya iflas etmelerden kaynaklanmaktadır. Aynı zamanda, NYSE'nin şirket üzerinde vermiş olduğu karar da endeksten çıkarılmayı etkilenmektedir. Ayrıca, bileşen stokları için mevcut hisse senetlerinin payları değişkenlik gösterdiğinden bu durumla ilgili gerekli düzeltme yapılmak durumundadır.¹⁹⁰

NYSE Composite Endeks'in bölen ayarı için kullanılan formülde, hisse senedi bölünmeleri için ayrı bir piyasa değerlemesi gerekmemektedir. Hisse senedi sayısı ve hisse fiyatı, bölünmüş menkul kıymetin alım satıma başlamadan önce ayarlanmaktadır. Buna göre kullanılan formül aşağıdaki gibidir;

$$D_{t+1} = D_1 * \frac{\sum(p_{it} * q_{it}) \pm \Delta MC_{t+1}}{\sum(p_{it} * q_{it})}$$

D_1 = Zaman zarfı (t)

D_{t+1} = Zaman zarfı (t+1)

p_{it} = Şirketin (t) zamandaki hisse senedi fiyatı

q_{it} = Şirketin (t) zamandaki hisselerinin sayısı

ΔMC_{t+1} = Yeni bileşenlere ait piyasa değeri ve düzeltilmiş piyasa değeri

Mevcut işlem fiyatının kullanılmaması durumunda, önceki işlem oturumunun kapanış fiyatı kullanılmaktadır. Düzeltme gerektiren bir durumun varlığında ise, o zaman düzeltilmiş fiyatlar kullanılmaktadır. Bu çalışmanın amacı, NYSE Endekslerinin hepsini

¹⁹⁰ New York Stock Exchange, **NYSE Composite Index Methodology Guide**, s.5-6.

ayrı ayrı incelemek olmadığından, karşılaştırılabilir endeks grubu belirleyip seçilen ülke endeksleriyle değerlemeye tabi tutmaktır. Bu yüzden NYSE Endekslerinden NYSE U.S. 100 ve NYSE Composite Endeksleri değerlendirmede kullanılacak iki endekstir. Bir sonraki bölüm başlıklarında endeksler hakkında değerlendirmelerde bulunulacaktır.

5.1.2. National Association Of Securities Dealers Automated Quotations Stock Market Tarafından Düzenlenen Kurumsal Yönetim

ABD’de sermaye piyasalarının kurallarının koyan düzenleyici kuruluşlar ve borsalarınca kurumsal yönetim prensipleri aranılan şartlar arasında gösterilmiştir. New York Borsası ve Nasdaq Borsası da kurumsal yönetim prensiplerini kendilerine kote olacak şirketlerden uygulamalarını istemişlerdir.¹⁹¹ Bu borsalar, kurumsal yönetim ilkeleri bağlamında; bağımsız yönetim kurulu üyesi olmanın şartlarını, üyelerinin sorumluluklarını, yönetim kurulu üyeleri ile şirket üst yönetimi arasındaki ilişkilerini kendilerine sunulmasını istemektedirler. Ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin mali hak ve menfaatlerinin tespiti, üyelerin oryantasyonu ve eğitimi, yeni yöneticilerin atanması ve yönetim kurulunun değerlemesi gibi bilgilerin de sunulmasını istemektedirler.

NASDAQ gibi öz düzenleyici bir kuruluşun en iyi uygulamaların ve ilkelerin geliştirilmesinde etkili olduğu söylenmektedir. Söz konusu düzenlemeler ile piyasa katılımcıların kurumsal yönetim uygulamaları konusundaki bilgi düzeyleri arttırılabildiği gibi katılımcıların tecrübelerinden de yararlanılmaktadır.¹⁹² ABD gönüllü ve zorunlu standartlar birlikte, ABD yönetim kurullarının yetki ve sorumluluk alanlarında ahlaki ve uyumlu bir tarz oluşturabilmesi için kılavuz ve teşvik getirmektedir.¹⁹³

Kurumsal yönetim uygulamalarının düzenlendiği bir diğer borsa da NASDAQ’tr. Yönetim Kurulu’nun kurumsal yönetim yükümlülüklerini, ilkelerini ve uygulamalarını borsa olarak amaç edinmiştir. Bu bakımdan, Yönetim Kurulu üyeleri yönetimin

¹⁹¹ Güler Manisalı Darman, **Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Yakınsamaya Hukuksal Düzenleme ve Piyasa Dinamiklerinin Etkisi**, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Ankara, 2009, s.46.

¹⁹² Spending, **The Due Diligence Handbook Corporate Governance, Risk Management and Business Planning**, s.383-385.

¹⁹³ Waring, Pierce, **The Handbook Of International Corporate Governance: A Definitive Guide**, s.188.

gözetiminden sorumludurlar ve ticari kararlarını iyi niyetle bilgilendirilmiş olarak kullanmaları ve alınan eylemin NASDAQ ve hissedarlarının menfaatine olacağı konusunda dürüst inançla hareket etmeleri gerekmektedir. NASDAQ kurumsal yönetim düzenlemeleriyle, yatırımcıları korumak, adil ve düzenli piyasaları korumak ve kamu yararını artırmak için gerekli yükümlülüklerle uymalarını sağlamaktadır.¹⁹⁴

Borsaların uygulamakla yükümlü olunan kurumsal yönetim ilkeleri, onları katı kurallı yapmaktadır. Şeffaflık ve kurumsal yönetimle ilgili bu katı borsa kuralları değerlendirildiğinde başarılı sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Şirketler, gerekli kurallara geniş piyasa çevresine sahip olmak ve pazardaki konumunu sağlamlaştırmak gibi sebeplerden dolayı uymak istemektedir.

5.1.3. New York Euronext Borsası'nın Kurumsal Yönetim Standartları

Standart terimi, ilkeler veya prensipler terimi yerine borsalar tarafından kullanılmaktadır. New York Euronext Borsası'nın kurumsal yönetim standartları ise, Kurumsal Sorumluluk başlığının altında incelenmiştir. Buna göre, bazı şirketler kurumsal yönetim standartlarının birtakım maddelerinden istemeleri durumunda muaf olabileceklerdir. Bir başka dikkat çeken hisseleri NYSE'de işlem gören yabancı şirketler, kendi ülkelerinde uygulanan kurumsal yönetim ilkelerini uygulayabilmektedir. Ancak, NYSE kurumsal yönetim standartlarından denetim komiteleri, kamuyu aydınlatma ve uygunsuzluk durumunda borsaya haber verme yükümlülüklerini yerine getirmekle görevlidirler.

NYSE'nin ve SEC'in 4 Kasım 2003 tarihinde onayladığı karara göre, NYSE'e kote şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu bağımsız üyelerden oluşmalıdır. Burada amaçlanan, yönetim kurulunun şirketle çıkar çatışmasına girmeden, üzerine düşen denetim fonksiyonunu yeterince getirebilmesidir.¹⁹⁵

ABD'de, bir yönetim kurulu üyesinin bir şirkette bulunan hisse yüzdesi yüzde 10 veya daha fazla ise, o üye şirketle yakın ilişki içerisinde sayılmaktadır. Şirketle yakın ilişki içerisinde olan yönetim kurulu üyesi, bağımsız üye sayılmamaktadır. Ancak SEC, yakın

¹⁹⁴ The NASDAQ Stock Market Inc., **Corporate Governance Guidelines For The Board Of Directors**, January 18, 2006, S.1-3.

¹⁹⁵ Darman, **Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Yakınsamaya Hukuksal Düzenleme ve Piyasa Dinamiklerinin Etkisi**, s.49.

ilişki halindeki üyenin bağımsız oluşunu mümkün görmemekte, kontrol edebilmek için hisse senedine sahip olmanın yeterli olduğu durumlarda bağımsızlığın kaybolduğunu söylemektedir.¹⁹⁶

Yabancı ihraççıların kendi ülkelerindeki kurumsal yönetim prensipleri ile NYSE'nin kurumsal yönetim standartları arasındaki farkları, çok kapsamlı olmamak kaydıyla web sitelerinde ve/veya faaliyet raporlarında İngilizce olarak açıklamakla yükümlüdürler. Bu yükümlülük, Amerikan yatırımcısının aydınlatılması amacıyla getirildiği belirtilmiştir.¹⁹⁷ NYSE, kurumsal yönetim standartlarında, yönetim kurulu ile ilgili düzenlemelere ilaveten, borsaya kote her şirketin bir web sitesinin olmasını, kurumsal yönetim ilkelerini yayımlamalarını, şirketin kurumsal yönetim ilkelerinde bir sapma olduğu takdirde CEO'nun bunu beyan etme zorunluluğunu düzenlemiştir. Ayrıca, borsa, yükümlülüklerini yerine getirmeyen şirketlere ihtar mektubu gönderebileceğini de belirtmiştir.

5.1.4. Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Amerika Birleşik Devletleri Şirket Değerlendirmeleri

2001 ve 2002 yıllarında başta ABD olmak üzere ve gelişmiş ülkelerde yaşanan büyük kurumsal yönetim skandallarından sonra uluslararası alanda gündeme gelen kurumsal yönetim kavramının ve bu çerçevede yapılan kurumsal yönetim uygulamaları konusunda karar ve düzenlemelerin önemi günümüzde de devam etmektedir.¹⁹⁸ Kurumsal yönetim kavramının sınırlarının genişletildiği ve düşünülmemiş detayların gündeme getirilerek büyüme ve kalkınmanın önünün açılacağı öngörülmektedir.. Gerek ABD'deki şirketler de gerek de diğer ülkelerdeki şirketlerin bu bağlamda kalitesinin artırılması hedeflenmiştir. Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi, şirketlerin mali durumlarını ortaya çıkarmayı amaçlayan geleneksel kredi ve finansal risk derecelendirmelerinin yanında pay sahibi haklarını göz önünde tutarak şirketlerin yönetim kalitelerini inceleyen

¹⁹⁶ Korkut Özkorkut, **Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2007.

¹⁹⁷ Darman, **Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Yakınsamaya Hukuksal Düzenleme ve Piyasa Dinamiklerinin Etkisi**, s.54.

¹⁹⁸ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.64.

bir derecelendirme sürecidir. Sürecin geniş kapsamlı oluşu, kurumsal yönetime uyum sağlamaya yöneliktir.

Şirketlerin mevcut pay sahipleri ve potansiyel yatırımcılar başta olmak üzere diğer menfaat sahipleri, şirketlerin değer yaratıp yaratmadığına göre karar alabilmeleri için şirketlerin finansal göstergelerini takip etmektedir. Başta bilanço ve gelir tablosu olmak üzere kullanılan finansal bilgiler, yatırım kararlarının verilmesinde kullanılan en önemli araçlardır. Şirketlerin finansal riskleri de gelecekteki performansları üzerine doğrudan etkili olabilecek bir unsurdur. Bundan dolayı, şirketler için finansal risk derecelendirmeleri yapılmaktadır. Menfaat sahipleri şirketin finansal risklerini bizzat takip etmekte karşılaştıkları zorluklar nedeniyle söz konusu derecelendirmeleri dikkate almaktadırlar. Ancak, son yıllarda uluslararası alanda yaşanan finansal skandalların kurumsal yönetim eksikliğinden kaynaklanmış olması, şirketler tarafından uygulanan kurumsal yönetim uygulamalarına verilen önemi artırmış ve şirketlerin söz konusu uygulamaları yakından takip edilmeye başlanmıştır.¹⁹⁹

Ulusal sınırları içinde uygulama alanı bulan kurumsal yönetim ilkelerinin tüm şirketler tarafından aynı ölçüde uygulanmaması, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelerinin standart, karşılaştırılabilir ve ilgili tüm taraflarca kolaylıkla anlaşılabilir bir şekilde ölçülmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Bu gereksinim, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi konusunda yapılan çalışmaların başlamasına neden olmuştur.

Ülkeler arasındaki kurumsal yönetim uygulamalarında bazı farklılıkların ortaya çıkması, farklı ülkelerde faaliyette bulunan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelerinin karşılaştırılmasında bazı zorlukların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu sorunun ortadan kaldırılmasına yönelik bazı kuruluşlar tarafından global kurumsal yönetim ilkeleri geliştirilmeye çalışılmış ve yapılan çalışmalar sonucunda söz konusu ilkeler yayımlanmıştır. Söz konusu derecelendirmeler ile farklı piyasalarda faaliyette bulunan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının karşılaştırılabilmesi mümkün hale gelmiştir. Bu durum, sınır ötesi şirketlerin daha çok yatırım yapılabilir olmasına zemin hazırlamıştır.

¹⁹⁹ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.65.

ABD’de ve diğ er bazı ÷lkelerde faaliyette bulunan derecelendirme Şirketleri, ÷lkede faaliyette bulunan Şirketlerin kurumsal yñnetim uygulamalarını ayrı bir derecelendirme çalışmasına konu etmemişlerdir. Özellikle Şirketlerin finansal derecelendirmelerini yapan söz konusu derecelendirme Şirketleri, kurumsal yñnetim uygulamalarını, finansal derecelendirmenin alt konularından biri olarak derecelendirme çalışmalarına eklemişlerdir. Kurumsal yñnetim uygulamalarını bu Şekilde değerlendirmeleri, Şirketlerin finansal ve kurumsal yñnetim derecelendirme çalışmalarının birbirinden ayrılmaz oluşudur. Ayrıca, ulusal olarak yetki kurum ve kuruluşlarca kabul edilen tek tip bir kurumsal yñnetim ilkeleri bütünü olmaması da bu iki unsuru birbirinden ayrılmaz yapmaktadır.²⁰⁰

Kurumsal yñnetim ilkelerinin bir bütünlüğünün olmayışı ve bunu yayımlayan tek bir kurum/kuruluşun olmayışı derecelendirme faaliyetinde bulunacak kuruluş hakkında uluslararası alanda kurumsal yñnetim derecelendirme konusunda genel kabul görmüş olması gibi bir seçicilik algısı yaratmaktadır. Uluslararası alanda genel kabul görmüş kurumsal yñnetim derecelendirme kuruluşlarından ilk akla gelenler; Standart & Poor’s Financial Services LLC, RiskMetrics Group, Inc., GovernanceMetrics International, Inc. gibi derecelendirme kuruluşlarıdır.

Bu kuruluşlar tarafından yayımlanan kurumsal yñnetim ilkeleri temel alınarak Kurumsal Yñnetim Puanı belirlenmektedir. Süreç olarak, standart bilgi istem analistleri birbirleriyle ilişkili gözlem setleri aracılığıyla yönlendirilmektedirler. Bu verilen talimatlar kurumsal yñnetim düzenlemelerinin kalitesini ortaya çıkarmak ve yargı üzerindeki etkileri en aza indirmek üzere tasarlanmıştır. Taleplerden alınan bilgiler, S&P’un tescilli puanlama kurallarına göre ölç÷lmektedir ve bu sayede yüksek derecede objektiflik sağlanmaktadır.²⁰¹

S&P 2007 yılında, kurumsal servisini geliştirmiş ve yatırımcı topluluğundan gelen bilgi taleplerini dikkate alarak bir yenileme gerç ekleştirmiştir. Bu yenilemeye göre, S&P, kurumsal yñnetim analizini GAMMA ile yapmaktadır. Söz konusu analiz, S&P’un kendi kurumsal yñnetim derecelendirme servisine yol göstermek amaçlıdır.

²⁰⁰ Güçlü, **Kurumsal Yñnetim Uyum Derecelendirmesi**, s.67.

²⁰¹ Standart & Poor’s Governance Services, **Standart & Poor’s Corporate Governance Scores, Criteria, Methodology And Definitions**, July 2002, s.6.

Çizelge 22: Seçilmiş Uluslararası Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşları

	Ana Bölüm Sayısı	Ana Bölümler	Kriter/Soru Sayısı	Not Skalası	Kullanılan Veriler
Standard & Poor's	4	-Mülkiyet Etkileri -Pay Sahibi Hakları -Şeffaflık, denetim ve kurumsal risk yönetimi Yönetim kurunun etkinliği, stratejik süreçler ve telafi uygulamaları	39 Kriter	1-10 (10 en yüksek)	Kamuya açık bilgiler ve şirket yetkilileri ile yapılan görüşmelerden elde edilen bilgiler
RiskMetrics (ISS)	4	-Yönetim Kurulu -Denetim -Ele geçirme karşıtı önlemler -Yönetici ücret politikaları	55 kriter 225 soru	%1- %100 (%100 en yüksek)	Kamuya açık bilgiler

Kaynak: Güçlü, Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, s.68.

Tabloda sadece iki uluslararası derecelendirme kuruluşunun karşılaştırması yapılmıştır. Bunlar dışında, GovernanceMetrics, Crisil Ltd., The Corporate Library ve Şirketler Hukuku ve Kurumsal Yönetim Enstitüsü de kurumsal yönetim derecelendirme metodolojilerini yayımlamışlardır. Bu kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşlarından en çok ve en bilineni olan S&P notları değerlendirmelerde kullanılacaktır. Bahsedildiği üzere de S&P yenilediği analiz metodolojisinde GAMMA analizini kullanmakta ve kendi yöntemini notları belirlerken uygulamaktadır.

GAMMA analizi, S&P'un bir şirketin kurumsal yönetim uygulamalarına yönetim, hesap verilebilirlik, yönetim ölçümü ve analizlerine vermiş olduğu puanı yansıtmaktadır. Bir şirketin kurumsal yönetim uygulamalarının potansiyel yönetimle ilişkili değer kaybına karşı bir yatırımcının korunmasının göreceli gücünü göstermektedir. GAMMA analizinin ortaya çıkışı ve S&P'un bu analizi kurumsal yönetim tekniği olarak kullanması gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi yatırımcılarına yönelik tasarlanmıştır. Ayrıca, odak noktası, mali olmayan risk değerlendirmesi ve kurumsal yönetim riskinin değerlendirilmesidir.

S&P tarafından oluşturulan 39 kriter, her bir şirket düzeyinde kurumsal yönetim analizi kavramını ortaya koymaktadır. Ülkelerin içinde bulunduğu hangi koşulların iyi kurumsal yönetim uygulamalarına yardımcı olabileceği ve bu koşullar ile ilgili nasıl bir değerlendirme yapılabileceği konularında kılavuzluk yapmaktadır. S&P, finansal açıdan, özellikle finansal hak sahipleri olan pay sahipleri ve şirkete borç veren kreditorler açısından konuya açıklama getirmektedir. Bu çerçevede kurumsal yönetim, şirketi yönetmek ve kontrol etmek, şirket hisse senetlerinin değerini artırmak, tüm finansal hak sahiplerinin şirketin kazançlarından ve aktiflerinden adil bir pay almalarını sağlamak için yöneticilerin, müdürlerin ve pay sahiplerinin birbirleri ile etkileşim içinde bulunmaları olarak tanımlanmaktadır.²⁰²

Çizelge 23: S&P Görüşüne Göre GAMMA Puan Karşılıkları

GAMMA-1 ve GAMMA-2	GAMMA-3 ve GAMMA-4	GAMMA-5 ve GAMMA-6	GAMMA-7 ve GAMMA-8	GAMMA-9 ve GAMMA-10
Kurumsal yönetim analizi bölümlerinin birçoğunda, bu skor grubundaki bir şirket çok önemli zayıflıklara sahiptir. (zayıf koruma)	Kurumsal yönetim analizi bölümlerinin önemli alanlarında bu skor grubundaki bir şirket önemli zayıflıklara sahiptir. (zayıf koruma)	Kurumsal yönetim analizi bölümlerinin önemli alanlarında bu skor grubundaki bir şirket zayıflıklara sahiptir. (makul koruma)	Kurumsal yönetim analizinin en önemli bölümlerinde bu skor grubundaki bir şirket bazı zayıflıklara sahiptir. (güçlü koruma)	Kurumsal yönetim analizinin en önemli bölümlerinde bu skor grubundaki bir şirket çok az zayıflıklara sahiptir. (çok güçlü koruma)

GAMMA puanları, S&P tarafından bir ile on sayısal bir değer olarak verilmektedir. Ancak, kaçınılmaz kurumsal yönetim olaylarının ve kısa vadeli eğilimlerin, verilen GAMMA skorunun tekrar gözden geçirilmesine neden olacağı gerçeği göz önüne alınarak, S&P tarafından kurumsal yönetim izleme sistemi oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim izlemesinde, skorların yukarı veya aşağı yönde revize edilebileceğini göstermek amacıyla, olumlu, olumsuz veya gelişmekte terimleri kullanılmaktadır.²⁰³ S&P, verilen bu skorların takibini yapmakta ve bu skorları gözetim altında tutmaktadır.

²⁰² Standart & Poor's, **GAMMA Governance, Accountability, Management Metrics and Analysis**, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/equity/gamma_eng_2.pdf, Aralık 2016, s.4-5.

²⁰³ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.77.

Aynı şekilde kurumsal yönetim derecelendirme faaliyetinde bulunan RiskMetrics Grubu da, küresel sermaye piyasalarındaki iştirakçilerine risk yönetimi ve kurumsal yönetim ürünleri ve hizmetleri sağlamaktadır. Bu ürün ve hizmetlerin kapsam ve ölçeğinin artırılabilmesi amacıyla, Uluslararası Pay Sahipleri Hizmetleri tarafından RiskMetrics Grubu 2007 yılında devralınmıştır.

ISS'nin ürün ve hizmetlerinin çoğunluğu, internet tabanlı Hisse Senedi İhraç Eden Şirketler İçin Kurumsal Yönetim Çözümleyicileri platformuna verilmektedir. ISS'nin ürünlerinin ve hizmetlerinin fiyatlandırma modeli öncelikli olarak abonelik esasına göre oluşturulmuş ve fiyat satın alınan ürüne ve hizmete göre değişkenlik göstermektedir. Şirketlerin muhasebe politikaları, yasal ve düzenleyici ortam, çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim uygulamaları, devralma ve birleşme girişimleri ve tazminat planları analiz edilmek suretiyle, genel olarak şirketlerin finansal durumlarının değerlendirilmesi amacıyla oluşturulan finansal araştırmalar ve analizler de bir ürün olarak sunulmaktadır.²⁰⁴

ISS'nin 2002 yılında oluşturduğu ve kullanıma soktuğu Kurumsal Yönetim Katsayısı, bir şirketin kurumsal yönetim uygulamalarının genel durumunu, eksikliklerini ve güçlü yanlarını ölçmektedir.²⁰⁵ RiskMetrics Grup piyasa araştırmacılarına, uygun kurumsal yönetim derecelendirme aracı ile araştırmalarda ihtiyaç duyulan bilgileri sunmaktadır.

CGQ veri tabanı, ABD şirketleri için 65'e kadar, ABD şirketleri dışındaki şirketler için 55'e kadar çıkan özgün kurumsal yönetim kriterlerini içeren kurumsal yönetim bilgilerini sağlamaktadır.²⁰⁶ Oluşturulan kriterler çerçevesinde hazırlanan 225 soru üzerinden şirketlerin derecelendirme analizleri yapılmaktadır. Derecelendirmesi yapılan her bir şirket için hangi değişkenlerin analizde kullanıldığı açıklanmaktadır.²⁰⁷

²⁰⁴ RiskMetrics Group, Inc., **Business Practices Policies**, <http://www.riskmetrics.com/history>, Aralık 2016.

²⁰⁵ Reena Aggarwal, Isil Erel, René Stulz ve Rohan Williamson, **Differences in Governance Practices Between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes and Consequences**, <http://faculty.msb.edu/aggawal/intlgovernance.pdf>, Aralık 2016, s.12.

²⁰⁶ RiskMetrics Group, Inc., **Frequently Asked Questions About Corporate Governance Quotient**, <http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/CGQ%20FAQ.pdf>, Aralık 31.

²⁰⁷ Ruth W. Epps, Sandra J. Cereola, **"Do Institutional Shareholder Services Corporate Governance Ratings Reflect A Company's Operating Performance?"**, *Critical Perspectives on Accounting*, Aralık 2008, Cilt 19, No. 8, s.1138.

5.2. DÜNYA KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ VE İNGİLTERE BORSALARINDA KURUMSAL YÖNETİM

Küreselleşme sermayenin, mal ve hizmetlerin ve işgücü piyasasının önündeki engellerin ortadan kaldırılmasını öngörmektedir. Bilgi teknolojisindeki ilerlemelerin yardımıyla bu gelişmeler rekabeti daha da yoğunlaştırmıştır. Ticaretin küreselleşmesi ile kurumsal yönetim de küresel hale gelmektedir. Çok taraflı ve hükümetler arası kuruluşlar ticari hayatı her anlamda etkileyecek standartlar geliştirmişlerdir. Şirketlerin Amerikan, Alman, Japon veya Türk olup olmadığına bakılmaksızın, birçok ticari işlemde uluslararası standartlara uyma zorunluluğu vardır. Bu bağlamda şirketler de iş yaptıkları tedarikçilerine veya diğer üçüncü kişilere kendi yüksek standartlarına uyma zorunluluğu getirmektedir.²⁰⁸

Şirketlerin, küreselleşmenin etkisiyle kabullenmek zorunda oldukları gelişmeler arasında hızlı bir şekilde değişmekte olan iş dünyasının olası etkilerine kendisini hazırlamak adına etik ve sorumlu bir iş ahlakını oluşturması gerekmektedir. Aynı zamanda şirketler, uluslararası düzeyde kabul görmüş finansal raporlama standartlarına uygun finansal tablolar yayımlamak durumundadırlar. Özelleştirme programları kurumsal yönetim uygulamalarıyla desteklenmeli ve devralma işlemlerinin performansları belirlenmelidir. Kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşmasında emeklilik fonlarının artan rolleri önem kazanmaktadır.

OECD üyesi ülkelerde, kurumsal yönetimin reform gündemlerindeki varlığına dair rapor hazırlanması ile ilgili ABD'den Ira Millstein başkanlığında özel sektör temsilcilerinden oluşan bir grup görevlendirilmiştir. Önde gelen OECD üyesi ülkelerin kurumsal yönetim konusundaki fikir önderlerinden İş Sektörü Danışma Grubu oluşturulmuştur. Söz konusu danışma grubunda; İngiltere'den Sir Adrian Cadbury, Fransa'dan Michael Albert, Almanya'dan Dieter Fedderson ve Japonya'dan Isikio Taikkei yer almıştır. Gerekli toplantıları yaparak değerlendirmede bulunan Grup tarafından, kurumsal yönetim rejimleri hakkında ortak konularda kısa bir rapor hazırlanmıştır. Bu süreçte sunulan farklı kurumsal yönetim rejimleri değerlendirilmiş ve ortak noktada birleştirilmiştir.

²⁰⁸ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.49.

Danışma grubu tarafından ülkelere giren sermaye akımlarının artırılabilmesi ve rekabetin teşvik edilebilmesi için kurumsal yönetim alanında yapılan reformların amacının aynı olması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Söz konusu prensipler, sermaye akımlarının ülke içerisine girmesi ve rekabet edebilirliğin teşvik edilmesi ihtiyaçlarına odaklanması sonucunda oluşturulmuştur. Prensipler, kurumsal yönetim konusunda belirli bir standart veya şekle uyulmasına odaklanmamaktadır.²⁰⁹

Uluslararası alanda kurumsal yönetim uygulamalarının oluşturulma çabaları, politik çevrelerin konuyla ilgili görüşlerinin olmasına karşın yeterli teknik ilerleme sağlanamadığından istenilen gelişme düzeyine henüz ulaşabilmiştir. Gelişimi yıllar itibariyle ağır ve gözden geçirmelerle sağlanmıştır.

5.2.1. Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi ve Oluşturulan Ülke Grupları

Kurumsal yönetim ve kredi derecelendirme kuruluşlarından Saha Rating, Aralık 2005 yılında kurulan ve Türkiye'nin ulusal kurumsal yönetim ilkelerini uluslararası kurumsal yönetim ilkeleriyle uyumlaştıran bir kuruluş olarak görev yapmaktadır. Bu amacıyla kurulan ilk yerli kurumsal yönetim derecelendirme şirketi olma özelliğini kazanmaktadır.

Saha Rating tarafından Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi'nin yayımlanmasındaki amaç, dünya üzerindeki 150 ülkenin kurumsal yönetim alt yapılarını ve uygulamalarını karşılaştırılabilirlik imkânı yaratılmasına zemin hazırlamasıdır. Ülkelerin karşılaştırılabilir kurumsal yönetim uygulamaları, iş adamları ve yatırımcılara yol göstermektedir. Ticaretin yayılmasıyla birlikte yatırım yapma olanağı da ön plana çıkmıştır. Bundan dolayı yatırımcılar ülke sınırlarından çıkarak yatırım yapılabilecek şirket arayışı içerisine girmiş ve şirket faaliyet yapısı başta olmak üzere gerekli standartları sağlayan şirketlerin günümüz koşullarında derecelendirme kuruluşları tarafından geçerli not alınmış olmasına dikkat eder hale gelmiştir.

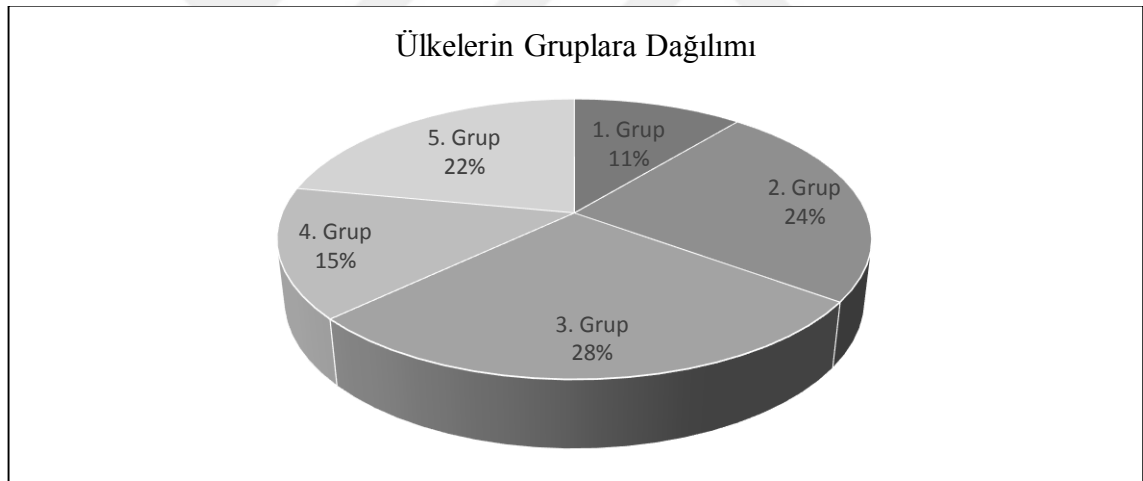
Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi'nin değerlendirilmesindeki zorluk, her ülkenin kendi kurumsal yönetim standartlarını geliştirmiş olmasıdır. Ancak, tüm dünyada geçerli olan ana ilkeler sabit tutulmuştur. Adillik, şeffaflık, sorumluluk ve hesap verilebilirlik ilkeleri

²⁰⁹ Hakan Güçlü, **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Kısa Tarihi**, <http://www.hakanguclu.com-/kurumsal-yonetim/kurumsal-yonetim-ilkelerinin-kisa-tarihi/> , Ocak 2017.

evrenseldir. Bu bakımdan, WCGI, ülkelerin şirket tercihlerine etki edecek ve yol gösterecek değerleri göz önüne sunmaktadır.

Saha Rating'in bu çalışmasında, her ülkenin bir kurumsal yönetim kodu olup olmadığı araştırılmış, kodun varlığı halinde kodu oluşturan tüm unsurlar kuruluş tarafından incelenmiştir. Ülkelerdeki borsaların varlık sebeplerinden ve borsalarda mevcut Kurumsal Yönetim Endeksi'nin olup olmadığı da Saha Rating tarafından araştırılmış ve sınıflandırılmıştır. Buna göre, endekste verilecek notları şekillendirmek amacıyla firmaların ve girişimcileri iş yapabilme ortamını ölçmek için yolsuzluk algılama endeksi kullanılmış ve ülkelerdeki kurumsal yönetim alanında faaliyet gösteren sivil toplum kuruluşlarının varlığı saptanmıştır. Ve nihayetinde endeks, bu bileşenlerin ağırlıklandırılmasıyla oluşturulmuştur. WCGI'da ülkeler aldıkları nota göre 5 gruba ayrılmıştır. Bu gruplar aşağıdaki tabloda detaylandırılmıştır.²¹⁰

Şekil 10: Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi Ülke Grupları



Saha Rating'in 2016 yılında incelemeye aldığı 150 ülkenin gruplara dağılım oranları şekilde gösterilmiştir. Buna göre; grup 1'de 17 ülke, grup 2'de 36 ülke, grup 3'te 42 ülke, grup 4'te 22 ülke ve grup 5'te 33 ülke yer almıştır. Dünya Kurumsal Endeksi'ne girebilen ülke grupları ise 1. ve 2. grupta yer alan ülkelerdir. 1. Grupta yer alan ülkelerin notu 80 ve üzeri, 2. Grupta yer alan ülkelerin notu ise 60-80 aralığıdır.²¹¹ Diğer ülke grupları

²¹⁰ SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., **Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi**, <http://www.saharating.com/~saharati/dunya-kurumsal-yonetim-endeksi/> (erişim 04.01.2017), Temmuz 2016.

²¹¹ SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., **Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi**, Temmuz 2016.

WCGI'ye dâhil olabilecek bir kurumsal yönetim notuna sahip olmadığından endeks değerlendirmesinin içerisine girememişlerdir. Bu çalışmanın son bölümünün bu kısmında İngiltere'nin WCGI içinde hangi gruba dâhil olduğu ve endekste yer alıp almadığı üzerine bir inceleme yapılacaktır.

Yapılan araştırma sonucunda ve İngiltere'nin kurumsal yönetimin çıkış ülkesi olduğu kabul edildiğinde, WCGI'da, Birleşik Krallık'ın endeks dâhilinde olduğu görülmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin kurumsal yönetim notlarına göre gruplandırmalara dâhil olması, endeksin çıkış amacını oluşturmaktadır. İngiltere'ye bakıldığında, gelişmiş ülke statüsünde olması ve kurumsal yönetim kodunun bulunuyor olması, WCGI değerlendirmesinde yer alacağına görünen sebeplerindedir.

WCGI'nın ülke gruplandırmasına göre İngiltere, Grup 1'de yer almaktadır. İngiltere gerek kurumsal yönetim alt yapıları ve uygulamalarıyla gerekse sanayileşmeye bağlı olarak ülke ekonomisinin gelişmişlik göstermesiyle WCGI'da yer almayı üst seviyede hak etmiş bir ülkedir. Buna göre, ülkede yer alan şirketlerin yatırım yapılabilirliğinin üst seviyelerde olduğu ve şirketlerin kurumsal yönetimi temel aldığı görülmektedir.

Saha Rating'in WCGI için 2016 yılında değerlendirmeye aldığı 150 ülkenin 14'ünün borsasının bulunmaması o ülkeler için kurumsal yönetimi borsa dışı değerlendirmeye tutulmuştur. Geriye kalan 134 ülke arasında yer alan İngiltere borsası olan ülke olarak hem borsa hem borsa dışı kurumsal yönetim uygulamalarına tabi olmuştur.

İngiltere'de şirketlerin uyacakları kurumsal yönetim prensipleri, kanunlarla düzenlenmiştir. Birçok kez de revize edilerek geliştirilmiştir. Halen de geliştirilmek ve yenilik kazandırması bakımından çalışmalarını sürdürmektedir. Bunun dışında Londra Borsası da İngiltere'de tüm kurumsal yönetim çalışmalarını baz alarak, şirketlere kurumsal yönetim prensipleri konusunda yol göstermek üzere kapsamlı bir kurumsal yönetim rehberi hazırlamıştır.²¹²

Şirketlerin uyacakları bu kurumsal yönetim prensipleri, kimi ülkelerde bir zorunluluk olarak karşılına çıkabileceği gibi kimi ülkelerde de uygulanıp uygulanmayacağı şirketlerin serbestisine bırakılmıştır.

²¹² Darman, **Kurumsal Yönetim Bildiri Kitabı** s.16.

5.2.2. Londra Menkul Kıymetler Borsası ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Bilindiği üzere, Londra Menkul Kıymetler Borsası, dünyanın işlem hacmi yüksek borsalarından birisidir. Tüm sektörlerin ve ülkelerin şirketlerini dünya pazarlarına sunan borsa, dünya çapında en derin sermaye havuzlarını da bir arada toplamaktadır. Mevcut Birleşik Krallık mevzuatı, yönetmelikleri ve kurumsal yönetime ilişkin standartları ile hem yatırımcılara hem de piyasaların kalitesine güven vermektedir. Buna bağlı olarak pazardaki şirketler ve yatırımcılar kurumsal yönetime odaklanmakta ve ona uygun şartları yerine getirmektedirler.

Borsanın tanımına göre, kurumsal yönetimin amacı, yönetim kurullarını ön plana çıkararak kurulların şirketi idare etmesi ve iyi yönetmesi olarak açıklanmaktadır. Dünya standartlarındaki şirketlerin temelleri yönetim kurulu bünyesinde yer almaktadır. Şirketler, ortaklarının menfaatlerini işletmenin merkezine yerleştiren kurumsal yönetim politikalarına ihtiyaç duymaktadırlar. Kurumsal yönetim düzenleme ve en iyi uygulama kodları dünyasında uyumun kolaylıkla gerçekleştirildiğini düşünmek eksik ve yanlış bir düşüncedir. En iyi uygulama sadece bir boyutun herkese uymaması ve gerçek yönetimin en iyi uygulaması her şirketin kendine özgü yönlerine göre ayarlanmasıyla gerçekleştirilmektedir.²¹³

Ağırlık verilen yönetim kurulunun strateji geliştirmesi ve bu stratejiyi uygulama alanına dâhil etmesi, etkili risk yönetimi, hissedarlarla iletişim kurması ve kurumsal sosyal sorumluluk için uyumlu bir yaklaşım ortaya çıkarabilmesi için mevcut yönetim kurullarının çalışmaları karşılaştırılmıştır. Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından özellikle hazırlanan rehberde, borsada işlem gören şirketlerin yönetim kurullarının iyileştirilmesi, şirketlerin başarıyla yönetilmesi temel alınmıştır.

Hazırlanan kılavuz, 1 Kasım 2003 tarihinde veya sonrasında başlayan ve işlem gören tüm Birleşik Krallık anonim şirketlerine uygulanan Yeni Kurumsal Yönetim Birleştirilmiş Kuralları'nın ilkelerini ve hükümlerini düzenlemektedir. Bununla beraber, diğer düzenlemelere de yol göstermektedir. Mevcut listeleme kuralları uyarınca, borsada işlem

²¹³ London Stock Exchange PLC, RSM Robson Rhodes LLP, **Corporate Governance A Practical Guide**, <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/listing/practical-guide-to-corporate-governance.pdf> (erişim 05.01.2017), July 2004, s.1-2.

gören şirketler, açıklama beyanının şekli ve içeriği belirtilmemiş olması durumunda, kurumsal yönetim ilkelerini nasıl uyguladığı ya da uygulamadığına dair beyan vermek zorundadırlar.²¹⁴

Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın vurguladığı yönetim kurulunun etkili otoritesidir. Borsaya göre, yönetim kurulu şirketin değer ve standartlarını belirleyen, hissedarlarına ve şirketle alakalı çevresine karşı sorumluluklarını oluşturan ve uygulayan bir konumda olmalıdır. Yönetim kurulunu da organize edecek bir başkanın varlığı da söz konusu olabilmektedir. Birleştirilmiş Kurallar'da yönetim kurulunun görev ve sorumlulukları detaylı bir şekilde yer almaktadır.

Kılavuzda ilkelerle alakalı olarak doğrudan kurumsal sorumluluktan bahsetmediği ancak yönetim kurulunun yükümlülüğünün şirketi iyi yönetmek ve yönetirken nasıl bir yol izleyeceği üzerine detaylara yer verilmiştir. Kurumsal sosyal sorumluluk, risk yönetimi, kurumsal pay sahipleri ile diyalog ve raporlama da dâhil olmak üzere kuralların çoğunun uygulanmasına etki edeceği düşünülmektedir.

İngiltere, Birleşik Krallık şirketleri için yıllık raporda genişletilmiş zorunlu İşletme ve Finansal Gözden Geçirme sunmayı taahhüt etmektedir. Bu raporlarda, daha geniş stratejik konuların detaylı ve ileriye hedefleyen bir şekilde görüşülmesi hedeflenmiş ve gerçekleştirilmiştir. 2003'te Muhasebe Standartları Kurulu tarafından revize edilen mevcut OFR, şirketleri, şirketlerin sorumluluk alanı içinde olanlarla birlikte işin amaçlarını belirlemek ve genişletmek üzere toplamıştır.²¹⁵

Kurumsal yönetim düzenlemeleriyle ve yayımladığı kılavuz ile Londra Menkul Kıymetler Borsası, bünyesindeki mevcut ve henüz dâhil olacak şirketlere yol göstermektedir. Gerek kurumsal yönetim standartlarıyla gerekse de borsada işlem gören şirketlerin uygulamakla yükümlü olduğu bir dizi standartlarla ulusal ve uluslararası işlem yapabilme özelliği ile Avrupa'da yüksek işlem hacmi statüsüne kavuşmuştur. Çalışmanın konusu ve incelemesi itibarıyla, endekslerle ilgili araştırma bir sonraki alt bölümde değerlendirilmiştir.

²¹⁴ London Stock Exchange PLC, RSM Robson Rhodes LLP, **Corporate Governance A Practical Guide**, s.2.

²¹⁵ London Stock Exchange PLC, RSM Robson Rhodes LLP, **Corporate Governance A Practical Guide**, s.59.

5.2.3. Financial Times Stock Exchange ve Institutional Shareholder Services Tarafından Oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksleri

Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın endeks gruplarını temsil eden bir alt borsası Financial Times Menkul Kıymetler Borsası'dır. FTSE Group, tamamen LSE'ye ait olan İngiliz borsa endeksleri sağlayıcısı ve ilişkili veri hizmetleri sağlayıcısı olarak görev yapan bir yapılanmadır. FTSE Group, 80 ülkede 250.000 endeks kullanmakta ve 2015 yılında dünya çapında üçüncü sırada yer alan endeks tedarikçisidir.²¹⁶

FTSE tarafından, mevcut endekslerini takip etme ve endeks derinliğinin ve genişliğinin daha kolay hesaplanması amacıyla endeks serileri oluşturulmuştur. İngiliz şirketlerinin performanslarını ölçmek ve piyasa katılımcılarına Birleşik Krallık hisse senedi piyasasının tüm sermaye ve endüstri bölümlerinin performanslarını ölçen kapsamlı ve tamamlayıcı bir endeks seti sunulmuştur. Serideki endeks başlıkları aşağıdaki çizelgede gösterilmiştir.²¹⁷

LSE, 3 Ocak 1984 tarihinde FTSE 100 Endeksi'ni başlatmıştır. Endekste yer alan şirketler, piyasa değeri, mevcut hisse sayısı ve hisse başına fiyat üzerinden baz alınarak hesaplanmaktadır.²¹⁸ FTSE denildiğinde akla gelen FTSE 100 Endeksi olmaktadır. FTSE 100, dünya çapında jeopolitik ve ekonomik olaylar için iyi bir barometre olarak düşünülmektedir. Sadece FTSE, bir İngiliz endeksi değildir. Grup tarafından, ayrıca her gün dünyada 100.000 endeks üretilmekte ve derlenmektedir.

LSE'nin endeks gruplarına dâhil olan şirketlerin performanslarında herhangi bir değişiklik olmamaktadır. Bunun sebebi şirketlerin performanslarının hesaplanmasında bir farklılık olmamasından dolayıdır. O yüzden şirketler buldukları endeks grubunda bulunan şirketlerin toplamının ortalamasını ele alarak değerlendirme tabii tutulmaktadır.

²¹⁶ Wikipedia, **FTSE Group**, https://en.wikipedia.org/wiki/FTSE_Group (erişim 06.01.2017), 2017.

²¹⁷ FTSE Russell, **FTSE UK Index Series**, http://www.ftse.com/products/indices/uk?_ga=1.167848993.1229094889.1483724476 (erişim 06.01.2017), 2017.

²¹⁸ Financial Terms Dictionary, **What Is The Financial Times Stock Exchange?**, <https://www.financial-dictionary.info/terms/financial-times-stock-exchange-ftse/> (erişim 06.01.2017), December 6, 2016.

Çizelge 24: Oluşturulan FTSE UK Endeks Seri Sınıfları ve Özellikleri

Seriler	Özellikleri
FTSE 100 Endeksi (UKX)	LSE’de işlem gören 100 büyük şirketi kapsamaktadır.
FTSE 100 Toptan İade Endeksi	Sermaye performansını ve geliri birleştiren toplam getiri endeksidir.
FTSE 100 Net Vergi Endeksi	İngiltere’de olmayan vergi mükellefiyeti şirketler tarafından ödenen temettüler üzerinden hesaplanır.
FTSE 250 Endeksi	FTSE 100 dışındaki orta büyüklükteki şirketleri ve UK borsa sermaye oranının yaklaşık %15’ini kapsar.
FTSE Tüm Hisse Endeksi	FTSE 100, FTSE 250 ve FTSE Small Cap Endekslerinin toplamından oluşmaktadır.
FTSE 350 Süper Sektör Endeksleri	FTSE 100 ve FTSE 250 endekslerindeki şirketlerden elde edilen gerçek zamanlı endüstri sektörü endeksidir.
FTSE 100 Kâr Payı Endeksi	FTSE 100 Endeksi’nin münferit bileşenleri tarafından ilan edilen normal nakit temettülerin toplam değerinden oluşmaktadır.

Çizelgede görüldüğü üzere, FTSE tarafından, şirketlerin performanslarının iyi analiz edilebilmesi için birbirinden farklı özellikte olan şirketlerin değerlendirilmeleri sonucu endeks grupları oluşturulmuştur. Bu endeks gruplarından FTSE, adına en çok değerlenen ve karşılaştırmaya tabi tutulan endeks grubu FTSE 100 Endeksi’dir. Çalışmanın amacını oluşturan karşılaştırmalarda FTSE 100, FTSE 250 ve FTSE 350 Endeksleri kullanılacaktır.

FTSE 100 Endeksi, 1984 yılında 1000 taban seviyesinde işlem yapmaya başlamıştır. En yüksek gün içi değerine ve en yüksek kapanış değerine 5 Ocak 2017 tarihinde ulaşılmıştır. Endeks gerçek zamanlı olarak hesaplanmaktadır ve Pazar açıkken her saniyede yayımlanmaktadır.²¹⁹

FTSE 100 Endeksi, tam piyasa değerine sahip en büyük 100 hak sahibi İngiltere şirketini kapsamaktadır. Endeksin hareketleri İngiltere ekonomisinin nasıl ilerlediğiyle ilgili zayıf bir görüş sunmaktadır. İngiltere şirketlerini uluslararası şirketlerle karşılaştırabilmek için FTSE 250 Endeksi yerinde bir değerlendirme olacaktır. FTSE UK Serileri’nin hesaplanma yöntemlerinin aynı olduğunu gösteren bilgilendirme rehberi sayesinde endeks değerleri belirlenmektedir.

²¹⁹ Wikipedia, **FTSE 100 Index**, https://en.wikipedia.org/wiki/FTSE_100_Index (erişim 07.01.2017), 2017.

FTSE UK Endeks Serileri, ağırlıklarının her şirketin piyasa değeri ile hesaplandığı bir seridir. Seride her endeks, hesaplanma yöntemi bakımından aynıdır. Fiyat endeksi, endeks içerisindeki tüm şirketlerin serbest dolaşıma göre düzeltilmiş piyasa değerlerinin bölen ile bölünmesiyle elde edilen toplamdan hesaplanmaktadır. Bu nedenle, daha büyük bir şirketin fiyat hareketi, endekste küçük bir şirketten daha büyük bir etkiye sahip olabilmektedir. FTSE tarafından kullanılan ayarlama, bir şirket eyleminden önceki gün endeksin bölenini ayarlayan Paasche formülü kullanılmaktadır. Bu düzeltilmiş endeksten kurumsal hareketin olduğu bir sonraki günün endeksine olan değişim hesaplanmaktadır. Buna göre Paasche formülü aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.²²⁰

$$I_t^{Paas} = \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t} Q_{i,t}}{\sum_{i=1}^n P_{i,0} Q_{i,t}}$$

I_t^{Paas} = Paasche Endeksi

$P_{i,t}$ = Düzenlemeler yapıldıktan sonra, i kurucu için gün başında fiyat

$P_{i,0}$ = Endeksin hesaplanması başlangıç günü olan fiyat

$Q_{i,t}$ = Gün başlangıcında i kurucu için endekste yer alan hisse sayısı

FTSE UK Endeks Serileri'nin hesaplanmasında kazançlar, bir şirkete değer vermede kullanılan önemli bir unsurdur. Kazançlar, şirketlerin kendi yayımlamış oldukları verilere dayanılarak oluşturulmaktadır. Oluşturulan değerler ise kazanç istatistikleri şeklinde olarak değerlendirilmektedir. Bu endeks serilerinin hesaplanması bir bütünlük göstermektedir. O yüzden FTSE 100, FTSE 250 veya FTSE 350 endekslerinin ayrı ayrı hesaplanması bu çalışmada yer almayacaktır.

FTSE endekslerinde hisse senedi fiyatları piyasa değeri ile ağırlıklandırılmaktadır. Böylece büyük şirketler endekste küçük şirketlerden daha fazla fark yaratmaktadır. Buna göre göz önüne alınacak formül aşağıda gösterilmektedir.

$$\text{Endeks Seviyesi} = \frac{\sum(\text{Stok Fiyatı} * \text{Hisse Sayısı}) * \text{Halka Açıklık Faktörü}}{\text{Endeks Böleni}}$$

²²⁰ FTSE Russell, **Guide to Calculation Methods for the FTSE UK Index Series**, http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_UK_Index_Series_Guide_to_Calc.pdf (erişim 08.01.2017), October 2015, s.4-5.

FTSE'nin kurumsal yönetim endeksi için düzenlemeleri, Kurumsal Yatırımcı Hizmetleri ile ortaklaşa bir çalışmayla kurumsal yönetim derecelendirmesi üzerine olmuştur. FTSE, katı kurumsal yönetim uygulamaları olan şirketlerin performanslarını yeni bir endeks takımı oluşturmak amacıyla ISS ile birleşmiştir. Oluşturulan bu yeni endekslerle, kurumsal yönetimin hisse performansı üzerindeki etkisini değerlendirmek ve yatırımcıların portföylerinden kurumsal yönetim riskini ortaya çıkarmak hedeflenmektedir. Buna göre bir araya gelen FTSE ve ISS tarafından, geliştirilen altı endeks aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.²²¹

Çizelge 25: FTSE ve ISS Tarafından Geliştirilen Kurumsal Yönetim Endeksleri

Endeksler	Kapsamları
FTSE ISS Geliştirilmiş CGI	Gelişmiş ülkelerdeki büyük ve orta büyüklükteki hisseleri kapsamaktadır.
FTSE ISS Avrupa CGI	Avrupa'daki büyük ve orta büyüklükteki hisseleri kapsamaktadır.
FTSE ISS Euro CGI	Euro Bölgesi'ndeki büyük ve orta büyüklükteki stokları kapsamaktadır.
FTSE ISS Japonya CGI	Japonya'daki büyük ve orta büyüklükteki stokları kapsamaktadır.
FTSE ISS ABD CGI	ABD'deki büyük ve orta büyüklükteki stokları kapsamaktadır.
FTSE ISS İngiltere CGI	Birleşik Krallık'taki büyük, orta ve küçük büyüklükteki stokları kapsamaktadır.

FTSE ISS Kurumsal Yönetim Endeksleri'nin çalışma kuralları beş şekilde incelenmektedir. İdari ve idari olmayan yöneticilerin, adil olmasını sağlamak için tazminat yapısının düzenlenmesine dikkat çekilmiştir. İcracı çıkarların hisse çıkarlarıyla uyumlu olmasını sağlamak için yürütme ve yürütme dışı hisse sahipliğinin sağlanması da değerlendirme içerisindedir. Özsermaye varlığında, hak sahipliğinin ve devralmaların ne derece yer tutuyor olduğunun incelenmesi gerçekleştirilmektedir. Yönetim kurulunun yapısının ve bağımsızlığının değerlendirilmesi de çalışma kurallarının kapsamı içindedir. Aynı zamanda, bağımsızlık ve denetim sürecinin uyumlu işleyişi de şirketleri değerlendirirken göz önünde bulundurulacak unsurlardan birisidir.

²²¹ ETF.COM, FTSE, ISS Launch New Corporate Governance Indexes, <http://www.etf.com/sections/features/291.html> (erişim 08.01.2017), December 14, 2004.

Bahsedilen bu inceleme konuları üzerinden şirketler puan almaktadırlar ve bu puanlar şirketlerin net yönetim bölümünü üretmek amacıyla ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Daha önceki araştırmalarda, endüstri sektöründe bulunan şirketlere ait puanlarda en düşük düzeyde %20'lik sıralamaya sahip şirketlerin endeksten uzak tutulduğu belirtilmiştir. Bu durum endeksteki şirketlerin değerlendirilmesini sınırlandıran bir unsur olarak görülmüştür. O yüzden FTSE ISS Kurumsal Yönetim Endeksleri'ne büyük, orta ve küçük büyüklükteki şirketler ve hisseleri dâhil edilmiştir.

5.2.4. İngiltere'deki Kurumsal Yönetimin Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Değerlendirilmesi

Uluslararası alanda derecelendirme yapan kuruluşlar, derecelendirme yapacakları şirketlerin bulunduğu ülkenin kurumsal yönetim ilkelerini dikkate alarak hareket etmektedirler. İngiltere'nin mevcut Kurumsal Yönetim Kodu'nu analiz ederek değerlendirmeye alan derecelendirme kuruluşları vardır. Bu kuruluşlar, hem kredi derecelendirmesi hem de kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan çok yönlü kuruluşlardır.

Derecelendirme kuruluşlarından, RiskMetrics Grubu, Financial Times Menkul Kıymetler Borsası'nın Kurumsal Yönetim Endeksleri için bir araya geldiği Uluslararası Pay Sahipleri Hizmetleri'ni devralarak risk yönetim ürün ve hizmetlerinin kapsam ve ölçeğinin artırılması amaç edinilmiştir.²²² ISS'nin devralınmasıyla RiskMetrics Grubu iki farklı faaliyet alanına ayrılmıştır. RiskMetrics; küresel varlık yöneticilerine, yatırım fonlarına, bankalara, sigorta şirketlerine, emeklilik fonlarına ve varlık yönetim şirketlerine çoklu aktif, pozisyon tabanlı risk ve varlık yönetim ürünleri ve servislerini sağlayan önde gelen kuruluşlardan birisidir. ISS ise, dünya genelinde kurumsal yatırımcılara ve şirketlere verilen kurumsal yönetim ve uzmanlaşmış finansal araştırma ve analiz hizmetlerinin önde gelen sağlayıcılarından birisi olarak görev yapmaktadır.²²³

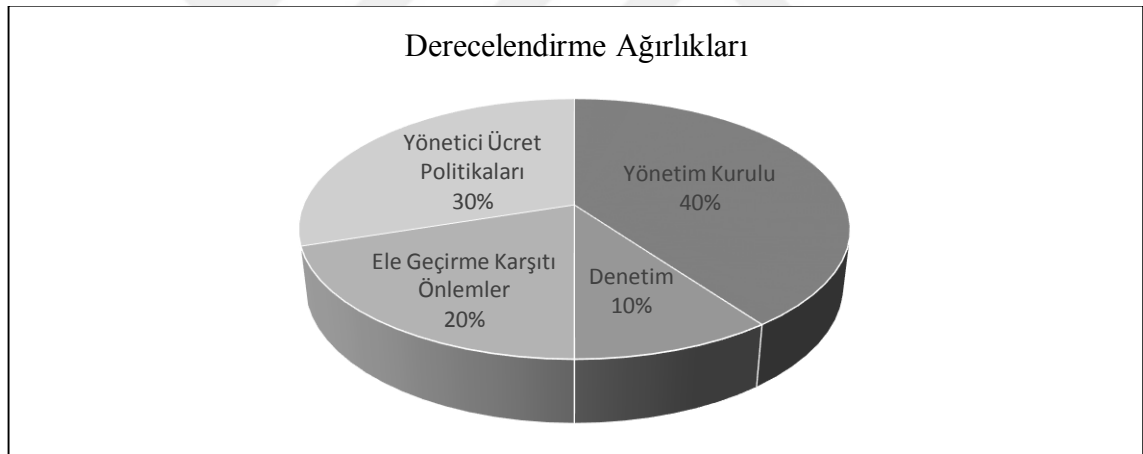
²²² David S. Hilzenrath, **Investor Adviser ISS Is Sold to RiskMetrics**, Washington Post, 2 Kasım 2006, <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2006/11/01/AR2006110103179.html> , Ocak 2017.

²²³ RiskMetrics Group, Inc., **Business Practices Policies**, Ocak 2017.

Şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirmesi yapılırken, ISS tarafından, Kurumsal Yönetim Katsayısı kullanılmaktadır. CGQ, şirketlerin kurumsal yönetim temelinde eksik kalan yönlerini, mevcut kurumsal yönetim konumunu ve güçlü yönlerini ölçen bir katsayıdır. Şirketlerin derecelendirmeleri yapılmadan gerekli bilgiler toplanarak analiz yapılmaktadır. Derecelendirmeye dâhil olacak şirketleri etkileyen her değişken, analizde kullanılarak açıklanmaktadır.

Bilgilerin toplanmasından sonra, derecelendirmeyi etkileyen belirli faktörler ham kurumsal yönetim derecelendirme notunun hesaplanmasında kullanılmaktadır. Daha sonra ham not, endekse ve endüstri grubuna göre bir şirketin göreceli notunun belirlenmesinde kullanılmaktadır.²²⁴ Şirketler gerekli incelemeler yapıldıktan sonra mevcut kriterlere belirli oranlarda derece verilmektedir. Bu oranlar aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.²²⁵

Şekil 11: ISS Kurumsal Yönetim Derecelendirme Ağırlıkları



ISS tarafından şirketlere, dâhil oldukları endeksteki şirketlere karşı pozisyonları hakkında bir not verilmekte ve bu not ile şirketin dâhil olduğu endeksteki diğer şirketlerin yüzde kaçından daha iyi olduğu belirtilmektedir. ISS'nin verdiği derecelerde, %100 en yüksek dereceyi, %1 ise en düşük dereceyi göstermektedir. Ayrıca, şirketlere alt konu bazında da not verilmektedir. Bu notlar ise, 1 ile 5 arasındadır. Bahsedilen notlardan 5 en yüksek notu, 1 ise, en düşük notu ifade etmektedir. Bu notlara ek olarak, şirketin içinde

²²⁴ RiskMetrics Group, Inc., **Corporate Governance Quotient CGQ**, <http://www.riskmetrics.com/-cgq>, Ocak 2017.

²²⁵ Scott Moore, Gary E. Porter, **An Examination of the Relationship Between Corporate Governance Regime and Corporate Performance**, Ocak 2007, s.6.

bulunduğu ülkede aynı sektörde faaliyet gösteren firmalarla karşılaştırması da yapılmaktadır. Ancak ABD dışındaki ülkelerde faaliyet gösteren şirketler için ülke bazında derecelendirme yapılabilmesi, ülkeden en az 75 şirketin derecelendirilmesi gerekmektedir. Bu gereklilik şartını sağlayabilen ülkeler; İngiltere, Avustralya, Kanada, Fransa, Almanya ve Japonya'dır. Derecelendirme raporlarında, şirketlerin kurumsal yönetim uyum derecelerini düşüren faktörler hakkında bilgi verilmektedir.²²⁶

ISS, kurumsal yatırımcıların ihtiyacı olan kapsam ve süreklilikteki en geniş araştırma verilerine sahip kuruluştur. Bu açıdan değerlendirildiğinde ve İngiltere göz önüne alındığında, FTSE'nin tüm hisse senetleri endeksine tabi olan şirketlere ISS tarafından derecelendirme notları verilmektedir. Bir sonraki bölümde ele alınacak olan veriler, detaylı bir şekilde karşılaştırmaya konu olacaktır.

5.3. TÜRKİYE’NİN KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ’NİN GELİŞMİŞ ÜLKELERDEN AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ VE İNGİLTERE ENDEKSLERİYLE KARŞILAŞTIRILMASI

Türkiye’de borsa tarafından, dünya çapında geçerliliğini koruyan ilkelerin ülkenin mevcut koşulları göz önünde tutularak düzenlemesi yapılmış ve kurumsal yönetim tek bir değerlendirme altında alınarak yeni bir endeks oluşturulmuştur. Bu endeksin oluşturulmasındaki temel amaç, SPK'nın OECD'den düzenleyerek aldığı kurumsal yönetim ilkelerinin şirketler tarafından benimsenmesi ve gelişimini desteklemektir. Böylelikle ülkeye iyi kurumsal yönetim ilkeleri yerleştirilmiş ve sermaye piyasalarının gelişimi öngörülmüştür. Tasarruf sahiplerinin bilgilendirilmesiyle daha sağlıklı yatırım yapılması söz konusu olmuş ve kurumsal yönetim ilkeleri derecelendirilerek uyum sağlanmıştır.

Amerika Birleşik Devletleri’nde borsalar kendi kurumsal yönetim standartlarını geliştirerek üye olacak şirketlere belirli kurumsal yönetim zorunlulukları getirilmiştir. Amerikan Borsası, NYSE, NASDAQ gibi ABD kökenli borsaların kendi kurumsal

²²⁶ Robert Daines, David Larcher, **Rating the Ratings: How Good Are Commercial Governance Ratings?**, Working Paper, Haziran 2008, s.9.

yönetim kuralları bulunmaktadır. Çalışmada NYSE ve NASDAQ kurumsal yönetimi üzerinde durulmuş ve karşılaştırmaya NYSE dâhil edilmiştir. Modern pazara ayak uydurmak isteyen şirketlerin karşılaştığı bir takım iç ve dış çevreyle ilgili sorunlar bulunmaktadır. Gireceği pazara ya da girip de yer edineceği pazarda şirketin kendi sorumluluğunu ve yönetimini en üst seviyede sağlaması için bu ilkelere ihtiyaç duyacaktır. Buna göre, ABD'nin borsalarında çeşitli endeks grupları olmasına rağmen, ayrı bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulmamıştır. Mevcut endeksler kurumsal yönetim ilkelerine uyumlu hale getirilmiş ve bunların hesaplamaları yapılmıştır.

İngiltere'nin de kurumsal yönetim düzenlemeleri çeşitli yasalarla gerçekleştirilmektedir. Bu yasalar, neredeyse her yıl gözden geçirilmiş ve her iki yılda bir revize edilmiş raporlar şeklinde hazırlanmıştır. Londra Borsası bu konuda NYSE gibi kendi kurumsal yönetim kurallarını belirlemiştir. Borsaya giriş şartı olarak da bu ilkelerini benimsemeyi şart koşturmuştur. Bilindiği üzere, İngiltere, ekonomik geçmişiyle ve geleceğiyle kurumsal yönetimin yasal çerçevesinin ortaya çıkış yeri olduğu söylenebilir. Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın bir alt borsası olan FTSE, genel olarak borsanın tüm işleyişini sürdürmüş ve endeks gruplarında kurumsal yönetim uyumlaştırılmıştır. İşte bu çalışmada yukarıda bahsedilen kurumsal yönetim endeksine ve endeks gruplarına etki eden unsurlar ve değerler karşılaştırılacaktır.

5.3.1. Kurumsal Yönetimi Doğuran Unsurların Karşılaştırmalı Değerlendirmesi

Kalkınmış ülkelerde şirketler hukuku ve sermaye piyasası düzenlemeleri ile oturmuş bulunan temel ilkeler, kalkınmakta olan ülkelerde hukuki alt yapı yeterli olmadığından yönetim ilkeleri olarak ele alınabilirler. Ayrıca, gelişmekte olan piyasalarda hukuki reformlar için baskı yaratacak ve şirket yönetiminden beklentileri yükseltecek yerel kurumsal yatırımcıların güçlü olmaması gelişmiş piyasaların düzenlemelerini dikkate almaktadırlar. Tüm gelişmekte olan piyasaların genel sorunları kurumsal yönetim ağırlıklıdır. Bu yüzden, gelişmekte olan ülkelerde sürdürülebilir ve toplumun bütün katmanlarının yararlandığı büyüme için sağlıklı ve rekabetçi kurumsal bir yapının varlığı zorunluluk olarak görülmektedir.²²⁷

²²⁷ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.31.

Çizelge 26: Kurumsal Yönetimi Zorunlu Kılan Yönetim Sorunları

Ülkeler	Kurumsal Yönetim Sorunları
Türkiye	-Zayıf yasal ve düzenleyici sistemler -Kötü bankacılık uygulamaları -Az gelişmiş veya düzenlenmemiş sermaye piyasaları -Yönetim kurullarının yetersiz gözetimleri -Azınlık hissedar haklarının korunmaması
Amerika Birleşik Devletleri	-Borsa kurallarının yerine getirememe çekincesi -Çokuluslu şirketlerin uygulayacakları ilke kargaşası -Tek tip ilkeler bütününe olmaması
İngiltere	-Piyasanın hızlı gelişmesine bağlı olarak ortaya çıkan denetimsel eksikler -Çokuluslu şirketlerin uygulayacakları kurallarda yaşanan sorunlar

Türkiye gibi gelişmekte olan ülke statüsünde bulunan ülkelerin yaşadıkları genel sorunların başında sermaye piyasalarının yetersiz bir gelişim göstermesi olmaktadır. Özellikle kritik bir ekonomiye sahipse, ülkenin kendi yatırımcılarının dışa yönelim göstermesi olağan bir durum olarak karşılanmaktadır. Elbette ki hiçbir ülke, mevcut yatırımcısını kaybetmek istemez. Ancak, ülke içi ekonomik sıkışıklık ve şirket genel güveninin düşüklüğü o yatırımcıyı başka bir ülkede bulunan şirkete yatırım yapmaya teşvik etmektedir.

Söz konusu olan bu gelişmekte olan ülkeler, yatırımcısını kaçırmamak adına iyi ve sağlıklı bir kurumsal yönetimi benimseyerek uygulayabilmelidir. İyi ve sağlıklı bir kurumsal yönetimin reçetesi uzun vadeli yabancı yatırımcının pazara çekilmesi olarak görülmemelidir. Mevcut pazardaki yerel yatırımcıların dikkatinin toplanmasına yardımcı olunmalıdır. Böylelikle yerel sermaye piyasaları gelişmeye hazır hale gelecektir. Bu yüzden yurtiçi yatırımcılar önemli sermaye kaynağı olarak ve uzun vadeli sürdürülebilir ekonomik kalkınma için gerekli görülmektedirler.²²⁸

ABD ve İngiltere piyasalarının gelişmişliğine bakıldığında, özellikle borsalarının işlem hacimlerinin büyük olduğu görülmektedir. Buna etki eden, hem ulusal hem de uluslararası birçok şirketin o borsalarda kayıtlı olması ve o ülkelere geçmesidir. Bu

²²⁸ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.31.

lkeler, kurumsal yönetim standartlarını en başında borsaya kote olurken şirketlere uygulatma yükümlülüğü vermiş borsalardır. Kurumsal yönetimi etkin bir şekilde uygulayan lkeler ABD ve İngiltere'dir.

5.3.1.1. zelleştirmelere Bağlı Olarak lkelerin Artan Kurumsal Yönetim İhtiyacı

Dünya ekonomisine yön veren kuruluşların ülke ekonomisinde aradıkları, ekonomideki her türlü fiyatın piyasada belirlenmesini sağlamaktır. Devlet gereğinde piyasada arzı belirleyen bir unsur gereğinde ise talebi belirleyen bir unsur olarak karşılaşılabilir. Bu da fiyatların piyasadaki gösterge rolünün kaybolması anlamına gelmektedir. Özelleştirme ile devlet küçülerek, ekonomide fiyat belirleyicisi rolünü piyasaya devrederek ekonominin daha sağlıklı işlemesine yardımcı olmaktadır.²²⁹

Özelleştirme olgusu günümüz koşullarında birçok ülkenin ön planda tuttuğu ve gündemlerinde yer verdiği bir durumdur. Türkiye'de zelleştirme 1980'li yıllarda başlamıştır. Ülkenin ihracata dayalı bir sanayileşme politikası izlemeye başlamasıyla rekabet unsurunun gelişmesi, ülkeyi şirketlerin zelleştirmeyle tanıştırmıştır.

ABD'de de özelleştirmeye bakıldığında, en belirgin biçimiyle genel ve yerel düzeyde kendini göstermiştir. Bütçe fonlarının azalması ve artan vergilere karşı gelişen hoşnutsuzlukla karşılaşan politikacılar, kamu alt yapı yatırımları ve hizmetlerinin özel kesimce gerçekleştirmesi için zorlanmıştır. Federal düzeydeki zelleştirme adımlarına ise 1982 yılında başlanmıştır.²³⁰

ABD'de kamu hizmetlerinin önemli bölümü özelleştirilmiştir. Özellikle hapisane hizmetleri, belediye hizmetleri, p toplama hizmetleri gibi büyük oranda özel kesimce yürütülmektedir. Yerel yönetimlerde gerçekleşmiş olan özelleştirmelerle 40.000 nüfuslu beldelerde devlet memuru sayısı yaklaşık 55 civarına indirilmiştir.²³¹

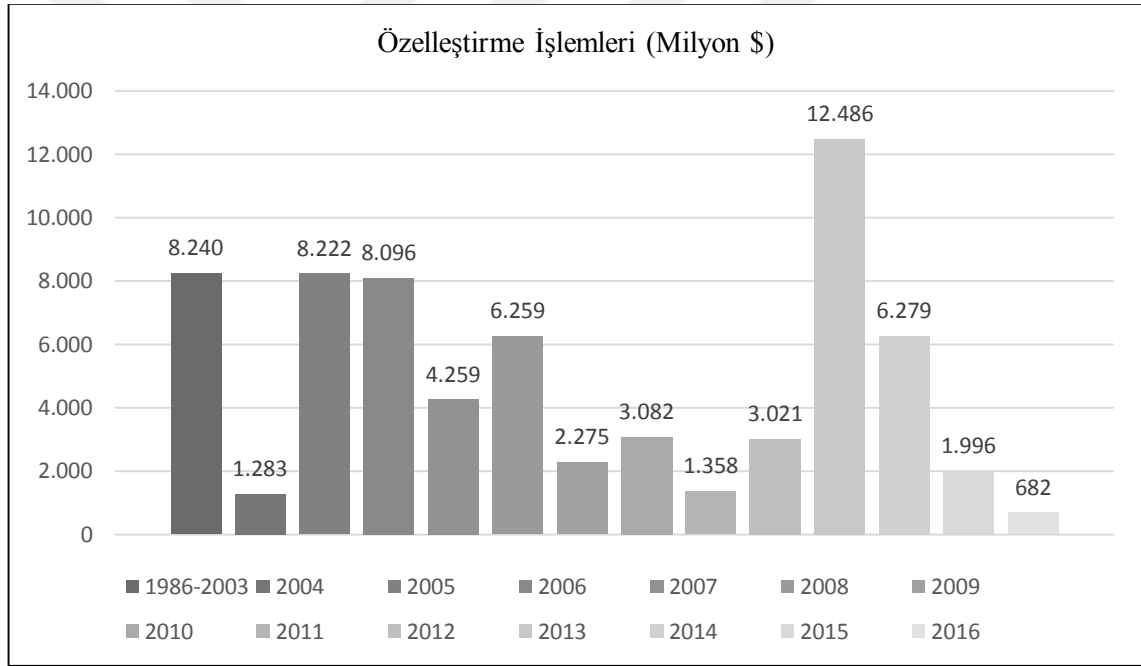
²²⁹ M. Özgür Yanardağ, Bora Süslü, Türkiye'de zelleştirmenin Nedenleri ve Uygulamaları, **Mevzuat Dergisi**, Sayı 55, Temmuz 2002.

²³⁰ Ayhan Sarısu, Dünya'da ve Türkiye'de zelleştirme: Genel Bir Değerlendirme, **Asomedyo Dergisi**, Kasım 2003, s. 38.

²³¹ Yahya Doğan, **Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve zelleştirme**, Faklter Kitabevi, İzmir, 1993, s.156.

İngiltere’de özelleştirmeye yönelik ortaya çıkan ilk düşünceler 1979 yılında seçim döneminde ortaya çıkmıştır. Britanya halkı, İşçi Partisi’nin milletleştirme planlarına ciddi bir biçimde karşı çıktığı, buna rağmen, konut, bankacılık, sigorta, ilaç sanayi ve ulaşım sektörlerinde çalışan firmaların millileştirilmesinin devam ettirildiği, bu millileştirilmelerin giderek hem yoksullaşmaya hem de özgürlüklerin azalmasına yol açacağı yönündeki iddialara karşın muhafazakâr iktidarın bütün bu sektörleri özelleştireceğini beyan edilmiştir.²³² İngiltere’de kamu sektörüne ait işletmelerin karlılıklarında 1965 yılından beri görülen ve devamlılık arz eden düşme eğiliminin, özellikle 1970’lerin başından itibaren hızlanma eğilimi göstermesi özelleştirme konusundaki gelişmelerin başlangıcını oluşturmuştur.²³³

Şekil 12: Türkiye’nin Yıllar İtibariyle Özelleştirme İşlemleri



Kaynak: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, 1986-2016 Dönemi Gerçekleştirilen Özelleştirme İşlemleri, http://www.oib.gov.tr/program/uygulamalar/yillara_gore.htm (erişim 14.01.2017), 2016.

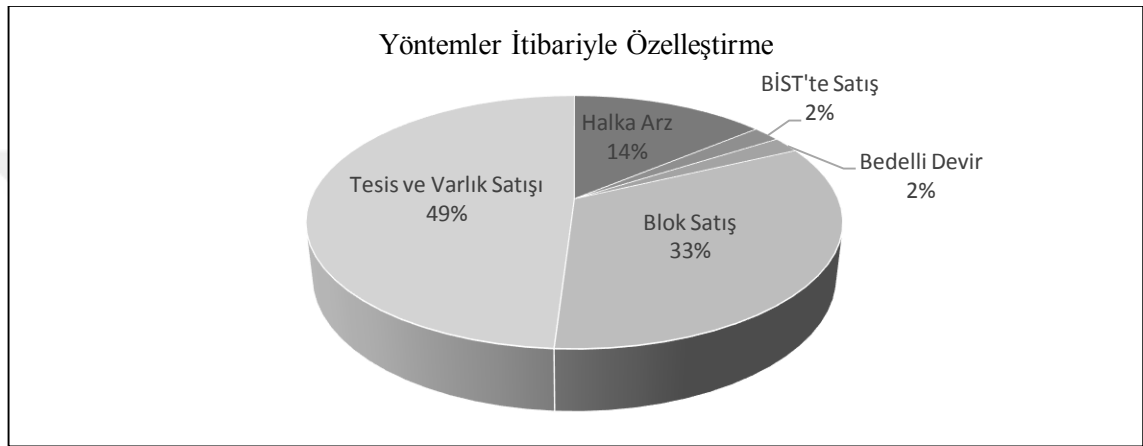
Türkiye’de 2013 yılında en yüksek seviyede özelleştirme geliri elde edilmiştir. 2016 yılına gelinceye kadar belirli seviyelerde düşüşler gerçekleşmiştir. Bunu da

²³² Günay Sayer, **Kamu İşletmelerinin Özelleştirilmesi-Britanya Örneği**, Yıl 8, Sayı 88, Haziran 1986, s.45.

²³³ Mahmut Duran, **"İngiltere’den Kit’ler ve Özelleştirme Uygulamaları"**, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl 22, Sayı 3, Mart, 1985, s.47.

özelleştirmeye dâhil edilebilecek şirketlerdeki durgunluk ve kısıtlılık sebep olmuştur. Ancak, Türkiye'deki bu gelişme eğilimi, şirketlerin kurumsallaşmasına ve kurumsallaşmayla birlikte kurumsal yönetime önem vermesine sebep olmuştur. Bütün bu olumlu gelişmeler, SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri'yle pekişmiş ve uyum sağlanmıştır. Şimdi de Türkiye'de özelleştirmeye alakalı yöntemlerin oransal dağılımıyla ilgili bilgi verilecektir.

Şekil 13: Türkiye'nin Yöntemler İtibariyle Özelleştirme İşlemleri



Kaynak: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, 1986-2016 Dönemi Gerçekleştirilen Özelleştirme İşlemleri, 2016.

5.3.1.2. Şirket Birleşmeleri ve Devralmalar Sonucu Ortaya Çıkan Kurumsal Yönetim Gereksinimi

Şirketleri büyümeye iten sebepler genellikle ekonomik refaha ulaşmak istemelerinden kaynaklanmaktadır. Bu sebeple, şirketler ya mevcut yapısına diğer bir şirketi katarak ya da aynı veya yan iş kolunda çalışan bir başka şirketle birleşerek büyüme yoluna gitmektedir. Bunlar genellikle büyüme için tercih edilen yollardır. Şirketlerin büyümek istemelerinin onlara sağlayacağı belli başlı avantajlar vardır. Mesela tek şirket başına düşen riskin birleşme ve devralma sonucu dağıtılması şirketlerin üzerine düşen sorumluluğun azaltılmasına neden olmaktadır. Yetenekli yönetici ve personel istihdam etme imkânını sağlaması da kurumsal yönetim açısından önem arz etmektedir. Birleşme ve devralmalar sonucu araştırma geliştirme faaliyetleri daha ekonomik ve daha etkin gerçekleştirilmektedir. Birleşme ve devralmaların sağlayacağı avantajlar bunlarla sınırlı değildir. Aynı zamanda tek bir ülke şirket birleşmeleri ve devralmaları şeklinde de

yorumlanmamalıdır. Türkiye, ABD ve İngiltere temel alındığı için bu ülkelerdeki şirket birleşmeleri ve devralmaları şeklinde değerlendirilebilir.

Şirket yöneticileri tarafından birleşme ve devralmalarda ortakların çıkarlarından çok kendi menfaatlerinin ön planda tutulması, olağan koşullar altında yapılmaması gereken işlemlerin yapılması sonucunda değer kaybına sebebiyet verebilmektedir.²³⁴ Bu değer kaybını ortadan kaldırmak için şirketlerin etkili ve iyi bir kurumsal yönetim uygulamasını benimsemesi gerekmektedir. Böylelikle yöneticilerin çıkar çatışmasına girmesi en aza indirilmekte hatta engellenmektedir.

Etkileri itibariyle geniş bir alanda sonuç doğuran birleşme ve devralmalardan en fazla etkilenen paydaşlar arasında; borçlanma senetlerine yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcılar, kreditorler, vergi otoritesi, şirket çalışan ve yöneticileri ile tüketici ve tedarikçiler yer almaktadır. Birleşme ve devralmalar, söz konusu paydaşlar açısından olumlu, olumsuz veya belirsiz(durağan) sonuçlar doğurabilmektedir.

Firmaların en önemli kararları arasında yer alan birleşme ve devralmaların finans literatüründe özel bir yeri bulunmaktadır. Birleşme ve devralmalarda getiri değerlendirmesinde, hisse senedi getirileri üzerinde de durulmaktadır. Bu çerçevede, ağırlıklı olarak birleşme ve devralmalarda açıklamaya dayalı olarak kısa dönemli hisse senedi getirilerinin olay çalışması yöntemiyle analizi kullanılmaktadır. Birleşme ve devralmaya ilişkin açıklamalar, Borsa'da yeni bir bilgi oluşturmada, söz konusu bilginin yatırımcı beklentilerini etkilemesi çerçevesinde taraf şirketlerin kısa dönemli hisse senedi getirileri, açıklamadan olumlu veya olumsuz bir şekilde etkilenebilmektedir.²³⁵

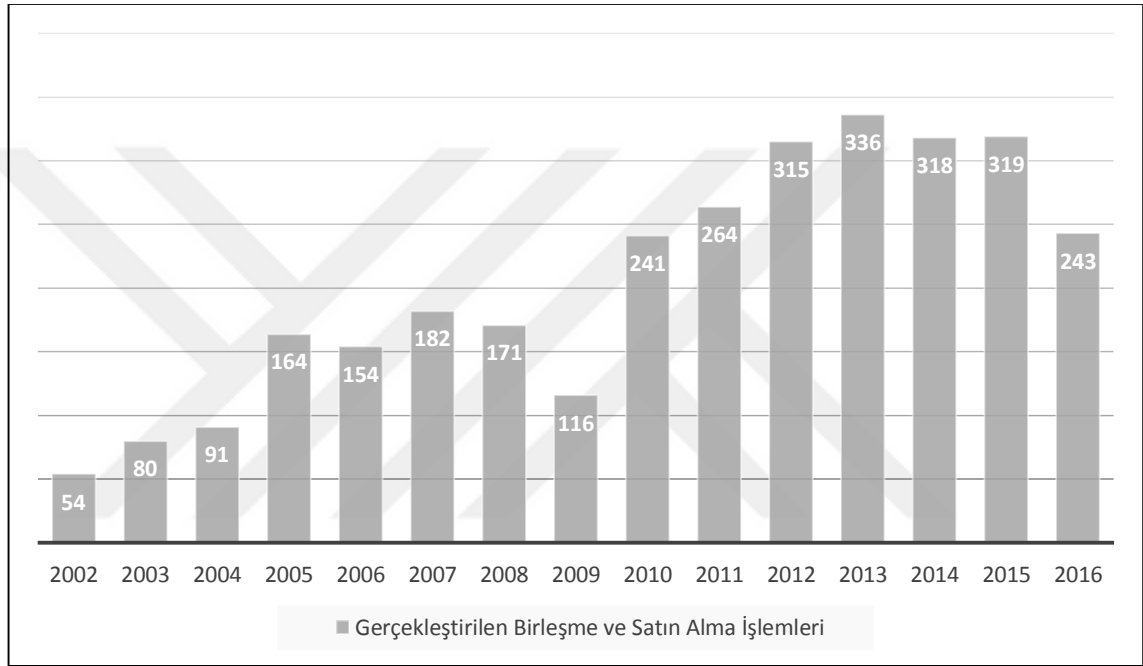
Halka açık şirketlerde kurumsal yatırımcılardan kaynaklanan performans baskısı, ciro ve kârlılıkta artış sağlanmasına etki etmektedir. Söz konusu bu artış sonucunda, kısa dönemlerde büyüme birleşme ve devralmalarla açıklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin ekonomik krizlerden sonra toparlanması, sıfırdan bir varlık oluşturmak yerine var olan şirketlerle birleşme ve devralma gerçekleştirerek gelişmiş ülkelerin sağlayacağı avantajlardan yararlanma imkânı bulunacaktır.

²³⁴ Metin Yılmaz, **Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB'de Bir Uygulama**, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 2010, s.78.

²³⁵ Yılmaz, **a.g.e.**,s.48.

ABD’de 2000’li yılların başlangıcında özellikle teknoloji ve internet sektörlerinde varlık fiyatlarında aşırı yüksek düzeylere ulaşılması sonucunda, hisse senedi piyasasında 2001 ve 2002 döneminde gerileme eğilimine girilmiştir. Hatta 10 Mart 2000 günü 5.048 ile gün sonu kapanış değeri itibariyle zirveye ulaşan NASDAQ Bileşik Endeksi 9 Ekim 2002 itibariyle zirve değerine göre %78 azalışla 1.114’e kadar gerilemiştir. Bu gerileme birleşme ve devralmaları da olumsuz etkilemiştir.²³⁶

Şekil 14: Türkiye’nin Yıllık Birleşme ve Satın Alma İşlem Adetleri



Kaynak: Ernst&Young Building a Better Working World, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Yıllık Faaliyet Raporları, Türkiye, Ocak, 2017, s.5-6.

Gerçekleştirilen birleşme ve satın almalar sonucu, Türkiye’de şirketlerin yönetim kurulu ve üst yönetimlerinin şirketlerini tek başına tutmaktan uzaklaştığı görülmektedir. Gelişime ve değişime açık hale getirdikleri şirketlerinin aynı zamanda bu yenileşme akımına uyum sağlaması için çevreyle etkileşiminin kuvvetlendirilmesi için gerekli mekanizmaları sağlama gereksiniminin bilincine varılmıştır. Birleşme ve satın almalarla güçlü bir kurumsal yönetim mekanizması oluşturulması en büyük gereksinim olarak görülmüş ve tüm karşı çıkmalara rağmen şirket statüsünü ileriye taşınması kararı alınmıştır.

²³⁶ Yılmaz, a.g.e.,s.110.

Yukarıdaki şekilde de görüldüğü üzere, Türkiye’de 2001 krizinden sonra toparlanma evresine geçilmiş ve özelleştirmelerin artmasıyla paralel olarak şirket birleşme ve satın almaların da belirli oranda artış sağlanmıştır. 2008 yılına gelindiğinde gerçekleşen birleşme ve satın almalar 2009 yılında aynı oranda kendini devam ettirememiştir. Bunun sebebi 2008 yılında ortaya çıkan krizdir. Krizin tüm dünyayı etkilemesi sonucu, Türkiye’deki uluslararası birleşme ve satın alma sayılarında yüksek oranda düşüş görülmüştür. Ardından gelen yıllarda güçlü ve toparlanmaya gitmiş ve son olarak 2016 yılına gelindiğinde ufak bir oransal düşüş gerçekleşmiştir. Bu da son zamanlardaki Türkiye’nin sözde gelişmiş ekonomisinin görülmeyen gizli patlak noktasından kaynaklanmıştır.

5.3.2. Türkiye’nin Kurumsal Yönetim İlkelerinin Gelişmiş Ülkelerden Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere’nin Kurumsal Yönetim İlkeleriyle Karşılaştırılması

Bir üst bölümlerde Türkiye’nin kurumsal yönetim ihtiyacının nasıl oluştuğu ve hangi kurum/kuruluşlar tarafından Avrupa ülkeleri örnek alınarak kurumsal yönetim ilkelerinin yayımlandığı üzerinde durulmuştur. ABD ve İngiltere kurumsal yönetim uygulamalarının incelenmesi de daha önceki bölümlerde detaylı bir şekilde yapılmıştır. Bu bölümde ise, detaylı olarak incelenen kurumsal yönetim standartları, uygulamaları ve düzenlemeleri ile ülkeler arası karşılaştırma yapılacaktır.

ABD ve İngiltere için belirli sektörde yer alan kapsamlı reformların bu iki ülkede uygulanan kurumsal yönetim sistemlerinin etkinliği ve güvenilirliği konusunda şüphe oluşturmuştur. Bu nedenle, belirli bir sorunun incelenmesi, dünyadaki araştırmacılar ve yöneticilere, kurumsal yönetimin çeşitli yönlerini anlama ve uygulanan kurumsal yönetim ilkeleri ile iş stratejilerini hizalama şansını ortaya çıkarmak için gerekli ve değerli görülmektedir. ABD ve İngiltere için kurumsal yönetim uygulamalarının karşılaştırılması, olası eksik yönlerin belirlenmesine zemin hazırlamaktadır. Aynı zamanda bu ülkelerin Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkeyle kıyaslanması Türkiye’nin ihtiyacı olan potansiyel gücün belirlenmesine katkıda bulunacaktır. Ekonomik bağımlılığı son zamanlarda dış devletlere karşı azalan Türkiye, ülke içi sermaye bulma sınırlarını

genişletmiş hatta çoğu şirketinin uluslararasılaştırma çalışmalarının sürdürüldüğü gözlemlenmektedir.

Dünya genelindeki ticari faaliyetler, hükümetlerin belirli ülkelerdeki belli başlı bazı çıkarlarına neden olmuştur. Bunun nedeni, bu faaliyetlerinin tümünün paydaşlara ve genel olarak halka uygun bir şekilde düzenlenmesi gerektiği yönündedir. Bununla birlikte, şirket yapısında uluslararası bir düzeyde pek çok farklılık olduğu için, yasa koyucuların belirli bir devlete ticari faaliyetlerle ilgili yasal ilkeleri her belirli devletin sosyal ve kültürel özellikleriyle uyumlaştırmaya çalışması gerekmektedir. Burada firmanın büyüklüğü ve kültürü de dikkate alınmalıdır.

Dünyadaki ticari faaliyetlerin etki alanında olan unsurlar, Douglas ve arkadaşları tarafından incelenmiştir. Farklı ülke pazarlarındaki çevresel koşulların, örneğin Pazar büyüklüğü ve büyüme, teknolojik değişim oranı ve giriş engelleri açısından farklılıkların aynı zamanda stratejik farklılıklara yol açabileceği araştırmalarına konu olmuştur.²³⁷ Başka bir deyişle, kurumsal faaliyet çeşitli kurumsal projelerin gelişimini etkilemeden işlemlerin güvenliğini sağlamak için hükümet yetkilileri tarafından dikkatle incelenmeye ve yakın izleme için ihtiyaç duyulan eylem ve girişimlerin karmaşık ağını özömlenmeleri gerekmektedir.

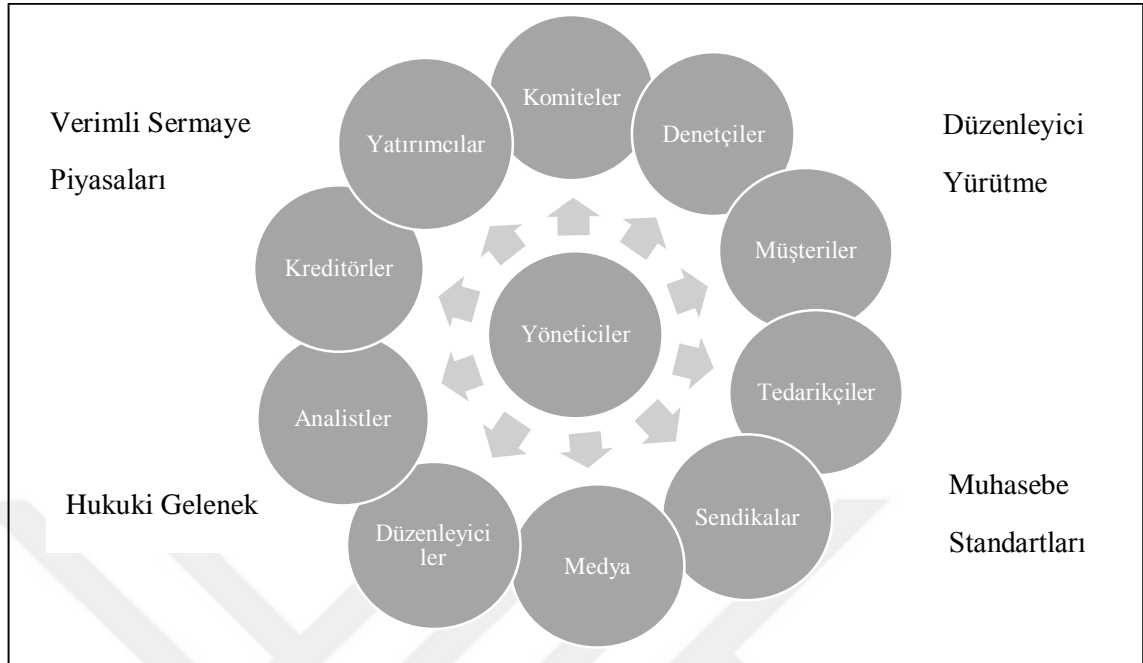
5.3.2.1. Kurumsal Yönetim Değerlerinin Ülkeler Açısından Değerlendirilmesi

Kurumsal yönetim anlayışında daha çok yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi, ortaklık yapısı ve etkileri, hissedar hakları ve hissedarlarla ilişkiler, şeffaflık ve kamuyu aydınlatma önemli noktalardır ve kurumsal yönetimin temelini oluşturmaktadır.²³⁸ Kurumsal yönetimin temelini oluşturduğu unsurların etkileşimde bulunduğu belirli bir çevre de bulunmaktadır. Genel itibariyle Türkiye, ABD ve İngiltere ülkelerinde kurumsal yönetimin değerleri değerlendirildiğinde etkileşim halinde bulunan çevre benzerdir. Bundan dolayı da kurumsal yönetim ilkelerinin ülkelerde ele alınan ana başlıkları benzerlik göstermektedir.

²³⁷ UKESSAYS, **Corporate Governance UK USA**, <https://www.ukessays.com/essays/business/corporate-governance-uk-usa.php> (erişim 15.01.2017), Birleşik Krallık, Mart 23, 2015.

²³⁸ Tuncay Özilhan, "**Özel Sektörün İhtiyacı: Kurumsal Yönetim**", Görüş Dergisi, Mart 2002.

Şekil 15: Kurumsal Yönetimin Değerlerinin Birbirleriyle İlişkisi



Kaynak: David Larcker, Brian Tayan, Corporate Governance Matters, A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences, Pearson Education, Inc. Publishing as FT Press Upper Saddle River, New Jersey, 2011, s.8-9.

Kurumsal yönetim, bir organizasyonun potansiyel olarak kendi kendini ilgilendiren yöneticilerin, hissedarların ve menfaat sahiplerinin refahına zarar verecek faaliyetlerde bulunmaktan kaçınmak ya da onları caydırmak için benimsediği kontrol mekanizmalarının koleksiyonu olarak varlığını göstermektedir. Kurumsal yönetim döngüsü, idareyi denetleyen bir yönetim kurulu ve mali tabloların güvenilirliği hakkında görüş bildiren bir dış denetçiden oluşmaktadır. Bununla birlikte, çoğu durumda, yönetim sistemleri, firma sahipleri, alacaklılar, işçi sendikaları, müşteriler, tedarikçiler, yatırım analistleri, medya ve düzenleyiciler dâhil olmak üzere çok daha geniş bir çevreden etkilenmektedir.

Tüm dünyada özel sektöre güvenin artmasıyla birlikte, kurumsal yönetim kalitesi yasalara uygunluk ve kamu güveninin oluşturulması açısından giderek daha da önemli hale gelmektedir. Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları sadece kaynakların boşa harcanmasını önleyen iyi bir muhafız değil, aynı zamanda birçok ülkede talep edilen finansal şeffaflık, ortaklık faaliyetlerinin kontrol edilmesi ve yatırımcıların korunması konusunda önemli bir araç olarak görülmektedir. Bu nedenle, gerek kamu sektörü gerekse

özel sektör, yatırımcıların güvenini koruyabilmek amacıyla başarılı kurumsal yönetim anlayışı şartlarını oluşturmak ve geliştirmek durumundadır.²³⁹

Etkin bir kurumsal yönetim uygulaması, şirkete ait kaynakların nasıl değerlendirileceğine karar veren yöneticileri, yaptıkları her türlü işlem ve eylemden dolayı sorumlu tutmaktadır. Ciddi bir şekilde hesap vermelerini, sürekli gözetim ve denetim altında bulunmalarını ve şirket faaliyetlerinin tam şeffaflık içerisinde yürütülmesini sağlamaktadır. Böylece, şirket kaynaklarının rasyonel olmayan amaçlar için kullanılması engellenmiş ya da azaltılmış olmaktadır.²⁴⁰

Uluslararası piyasalarda yaşanan finansal raporlama ve denetim skandalları, dünyanın birçok ülkesinde kanun ve standartların şeffaflık uygulamalarını artırıcı yönde değişmesine neden olmuştur. Bununla ilgili gerek uluslararası kuruluşlar gerekse ülkeler düzenlemelere gitmişlerdir.²⁴¹

ABD’de kurumsal yönetim konularının özel olarak düzenlenmesi için İngiltere’de olduğu gibi herhangi bir kod bulunmamaktadır. Bunun yerine, ülke genelinde faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetimiyle ilgili sorunları çözmek için bir dizi kanun ve mahkeme kararı kullanılabilir. Doğrudan yasalar tarafından düzenlenen konular bulunmaktadır. Ancak bunlar hem sınırlı hem de etki alanı geniştir. Firmaların kurumsal yönetim alanında ortaya çıkan uyuşmazlıkların çoğunda çeşitli tüzükler ve diğer yasal metinler uygulanabilir.²⁴²

İngiltere’de yasa koyucunun, kurumsal yönetimin çeşitli yönlerinin düzenlenmesi için uygun yasal çerçevenin geliştirilmesine büyük önem verilmektedir. İngiliz firmalarına ek yasal metinler getirilmiş ve geliştirilmiştir. Bununla birlikte, İngiliz kanun yasasının firmanın yönetim kuruluna firmanın kurumsal yönetimi hakkında karar verme hakkı tanıdığı görülmektedir. Belirli kanun, İngiltere’de faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetiminin tüm özel yönlerini içeren hükümleri içermektedir. Bununla birlikte, bazı

²³⁹ Süleyman Uyar, "Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim Anlayışının Önemi", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:66, 2004, s.154-168.

²⁴⁰ Ali Paslı, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2005.

²⁴¹ Harun Güzeldere, **Kurumsal Şeffaflık, Firma Değeri ve Firma Performansları İlişkisi: BİST İncelemesi**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finans Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2014, s.57.

²⁴² UKESSAYS, **Corporate Governance UK USA**, 2015.

durumlarda ek hükümler gerekli olabilmekte ve ilgili konuların uygun bir şekilde ele alınabilmesi için diğer yasama metinlerinin kullanılması mümkün olabilmektedir.

İngiltere’de hisse sahipliği doğası gereği dağınık yapıdadır. Hemen hemen her Avrupa ülkesiyle, Uzakdoğu ve Güney Amerika karşılaştırıldığında bugüne kadar İngiltere’de mülkiyet dağınık halde süregelmiştir. ABD, özellikle Kıta Avrupası’nın ve dünyanın geri kalanının aksine, sermaye piyasalarının ve şirketlerin temel yapısının benzeri olduğu için İngiltere’yle kıyaslama yapılacak ülke olarak görülmektedir.

Yapılan bir araştırmada, İngiliz şirketlerinin mülkiyet yapısı incelenmiş ve kurumsal yönetimin, kötü performans gösteren şirketlerin yönetimini düzeltmede ne kadar iyi işlev gördüğü incelenmiştir. Bu noktada, varılan sonuçlar neticesinde ABD ile bir zıtlık ortaya çıkmış ve bu olumsuz sonuçlar ortaya konulmuştur. Varılan sonuçlara bakıldığında, aşağıdaki gibi olduğu görülmektedir.²⁴³

- * Sahiplik çoğu diğer ülkelerle karşılaştırıldığında İngiltere’de yayılırken, 5 hissedarın koalisyonları ortalama olarak seçkin sermayenin %30’undan fazlasını kontrol edebilmektedir.
- * Pay sahiplerinin pratikte bu potansiyeli kontrollü uyguladıklarına ve kullandıklarına dair çok az kanıt bulunmaktadır.
- * Büyük blokların tek ve en önemli sahibi, holdinglerini, dışarıdakilerden korumak için yöneticileri kullanmaktadır.
- * Yönetim kurulu kurumsal yönetimde zayıf bir rol oynamaktadır. İcracı olmayan yöneticiler genellikle bir disiplin işlevi görememektedirler. Önemli bir istisna ise, CEO’nun ve başkanın rolünün ayrılmasıdır.

İngiltere’de yukarıdaki ortaya çıkan kurumsal yönetim sonuçlarına ulaşılmıştır. İngiltere’den farklı olarak ABD’de ise, yönetim kurulu disiplinlerinin sağlanması, uygulanması ve gözlemlenmesinde kurullar önemli yer tutmaktadır. Devralmalar ve ABD’deki hisse blokları piyasası, performansı düşük olan şirketler ile ilişkilendirilebilmektedir.

İngiltere’de aktif ortağın katılımının olmaması durumunda ise, kurumsal yönetim finansal bazı kısıtlamalara dayanmaktadır. Mali oranlarda zayıf performans gösteren şirketlerde

²⁴³ Julian Franks, Colin Mayer, **Corporate Governance In The UK – Contrasted With The US System1**, s.13.

yönetimin yerini değiştirmesi durumu söz konusu olabilmektedir. Aynı zamanda, yetersiz performans gösteren İngiltere şirketleri tarafından yüksek seviyede yeni hisse senedi ihracı gerçekleştirilmektedir. Bunların gerçekleştirilmesi üst düzey idari değişikliklerle yapılmaktadır.²⁴⁴

ABD ve İngiltere'nin sermaye piyasalarının benzer yapılarına rağmen, yukarıda belirtilen farklılıkların nasıl açıklanacağı tartışmalıdır. Bu konuda yasal kuralların ve düzenlemelerin önemli bir rol oynadığına inanılmaktadır. İngiltere ve ABD arasındaki düzenleyici farklılıkların dayandığı iki nokta göze çarpmaktadır. Özellikle devralmalar ve yeni sermaye sorunları ile ilgili olarak yöneticilerin sorumlulukları ve azınlıkların korunması durumlarıdır. Bunlardan birincisi ABD'de olduğundan çok daha zayıf ve İngiltere'de belirgin bir şekilde daha güçlü olması nedeniyle, İngiltere'de yönetime mali kısıtlamalardan dolayı bağımlı kalmaktadır.

5.3.2.2. Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Türkiye'nin Mevcut Kurumsal Yönetim İlkelerinin Yapısal Açıdan Karşılaştırılması

Yirmi birinci yüzyıldaki ülkelerin içindeki buldukları genel sistem kapitalizm ile ilişkilendirilmektedir. Bu yüzden içinde bulunulan konumun kapitalizm ile çeşitli ekonomik sistemin harmanlanmasından oluştuğunun bilincinde olunmalıdır. ABD'de kapitalizm, çok sayıda bağımsız şirketin müşterileri için birbiriyle yarıştığı bir sistem olarak bilinmektedir. Burada dikkat çeken çok sayıda bağımsız şirket ifadesi olmaktadır. Çok sayıda bağımsız şirketin tek başlarına hüküm sürmek istemesi ve yönetiminin belirli bir düzen içerisinde olmaması temel unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Bahsedildiği üzere ABD'de mülkiyet dağınık ve hissedarlar birbirinden habersizdir.

ABD'de her şirketin şirket politikalarını ve stratejilerini büyük ölçüde pasif bir yönetim kuruluna dikte eden bir yönetici bulunmaktadır. Büyük şirketlerin gerçek sahipleri, her biri birkaç yüz veya birkaç bin hisse sahibi orta sınıf hissedarlardan oluşmakta ve bu hissedar yapısı dağınık ve genellikle güçsüz durumdadır. Sadece belirli sayıda kurumsal yatırımcı, şirket merkezindeki toplantı odalarına yeteri kadar yüksek ses çıkaran büyük

²⁴⁴ Julian Franks, Colin Mayer, **Corporate Governance In The UK – Contrasted With The US System**, s.14.

bir şirket stokunun %3 ile %5'ni oluşturmaktadır. Kurumsal yöneticiler, önemli güçlerini kendi politik, sosyal ve ekonomik çıkarlarına uygun olarak kullanabilmektedir.²⁴⁵

Dünyanın geri kalan kısmındaki kapitalizm ise, belirli ve az sayıdaki zengin ailelerin neredeyse tümünün büyük şirketlerini ve çoğunlukla hükümetini kontrol ettiği sistem olarak görülebilmektedir. Profesyonel yöneticiler, bazen güçlerini bencillikle koruyan oligarşik aile hanedanlarına, bazen de ev sahibi ekonomilerine yüksek maliyetle hizmet etmek için yardım almaktadırlar.

Çalışmanın konusu itibariyle irdelenecek olan kurumsal yönetim ilkeleri ve uygulamalarında önemli ilerlemeler sağlayan ABD, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya'nın kurumsal yönetim durumlarının Türkiye ile karşılaştırmalı tablosu aşağıda yer almaktadır.

Çizelge 27: ABD, İngiltere ve Türkiye'nin Kurumsal Yönetim İlkelerinin Yapısal Açısından Karşılaştırılması

	ABD	İNGİLTERE	TÜRKİYE
İlkeleri Yayımlayan Kurum/Kuruluş	Özel sektör/sivil toplum kuruluşları	Düzenleyici otorite	Düzenleyici otorite
Yasal Düzenlemenin Varlığı	Yok	Var	Yok
Kabul Edilen İlkeler Bütünü Sayısı	Birden fazla	Bir	Bir
İlkelerin Uygulama Zorunluluğu	Zorunlu/ihiyari	İhtiyari/"Uygula ya da açıkla" prensibi	İhtiyari/"Uygula ya da açıkla" prensibi

Kaynak: Güçlü, Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, s.43.

İngiltere'deki hissedar haklarının, 20. yüzyılın sonuna kadar son derece zayıf olduğu La Porta ve diğerlerinin görüşüyle savunulmaktadır. İngiltere'deki kurumsal yönetim daha genel bir biçimde kurumsal yatırımcıların mevcut yapılarda ciddi anlamda yönetim sorunları görmeleriyle kendini geliştirmiştir. İngiliz kurumsal yatırımcılar, Londra Menkul Kıymetler Borsası'nı devralınan bir şirketin %30 veya daha fazlasına yönelik bir teklifin %100'lük bir teklif olmasına gerektiği görüşü savunulmuştur. Ancak, bu kuralın

²⁴⁵ Randall K. Morck, Lloyd Steier, **A History of Corporate Governance Around The World: Family Business Groups to Professional Managers**, University of Chicago Press, November, 2005, s.2.

savunulacak bir geçerliliğinin bulunmaması sonucu kurullarda kurumsal yatırımcıların baskısını sürdüreceği ve İngiltere'nin de mevcut yapılardan hızla kurtulduğu görülmektedir.²⁴⁶

1930'lu yıllarda, ABD'de, Birinci Dünya Savaşı ile İkinci Dünya Savaşı arasındaki süreçte pay sahipliği olağanüstü bir demokratikleşme sürecine girmiştir. Demokratikleştirmeye birlikte pay sahipliğini ön plana çıkarttığı ve aynı zamanda çeşitlendirme unsurunun göz önüne alındığı varsayımında oluşan faydaların borsaların derinliğine bağlanmıştır. 1917-18 yılları arasındaki kısa süreçte ise, satış kampanyaları, hisse sahipliği konusunda popüler dergiler ve Wall Street ünlülerinin popüler medyada yer alan orta Amerikan zenginlikleri hisse senedi piyasasına girmiş ve derinleşmiştir.²⁴⁷

Genel itibarıyla varılacak sonuç, dünyada etkin ve sorumlu yönetim anlayışına sahip yönetim kurulları, iyi işleyen iç ve dış denetim sistemleri, şeffaf finansal raporlaması olan ve dolayısıyla iyi yönetilen şirketler olduğu gibi, bu şekilde yönetilmeyen şirketlerin de olduğudur. Bunlar çok ortaklı küresel şirketler, hâkim ortağın ağırlıkta olduğu şirketler, aile şirketleri veya KOBİ de olabilir. Halka açık olan şirketler veya özel şirketler de bu temelde değerlendirilmektedir. Yapıları ne olursa olsun, faaliyetleri önemli sonuçlar doğurmaktadır. Faaliyetleri ve nasıl yönetildikleri ilişkide buldukları bütün menfaat sahiplerini ve genel olarak toplumu etkilemektedir. Kısacası, kurumsal yönetimin kalitesi sermayenin oluşumu üzerinde son derece etkili olmaktadır.²⁴⁸

5.3.3. Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere Endeksleriyle Türkiye'nin Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Karşılaştırılması

Türkiye'de Kurumsal Yönetim Endeksi'nin mevcut uygulamalarını yeteri düzeyde gerçekleştiren şirket sayıları her geçen yıl artış göstermektedir. 2016 yılındaki şirket sayısına bakıldığında, 48 şirketin XKURY'da işlem gördüğü ve değerlendirildiği görülmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu uygulamalarının yanı sıra, mevzuat

²⁴⁶ Randall K. Morck, Lloyd Steier, **A History of Corporate Governance Around The World: Family Business Groups to Professional Managers**, s.24-25.

²⁴⁷ Randall K. Morck, Lloyd Steier, **A History of Corporate Governance Around The World: Family Business Groups to Professional Managers**, s.25-26.

²⁴⁸ Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, s.17.

hükümlerinin birlikte desteklenmesiyle uyum sağlanmaya çalışılmaktadır. Bilindiği ve yukarıdaki bölümlerde anlatıldığı üzere, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının düzenleyici bir otorite olan SPK tarafından hazırlanıp yayımlanmaktadır. Aynı zamanda, devrim niteliğinde Yeni Türk Ticaret Kanunu da yasalaşmış kurumsal yönetime yönelik maddeler içeren bir düzenleme olarak görülmektedir.

Kurumsal yönetim, kötü ortaklık yönetimi neticesinde derin ekonomik krizlere yol açan şirket skandallarının doğurduğu iyi ve hesabı verilebilir bir yönetim ihtiyacına cevap olarak ortaya çıkmıştır. Başlangıçta hisseleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar için öngörülen ancak, zaman içinde diğer ortaklık türleri için de kabul görmeye başlayan kurumsal yönetim ilkeleri, çeyrek asra yakın bir süreden bu yana dünyanın çeşitli ülkelerinde ortaklıklara ilişkin düzenlemelere etki etmektedir. Türkiye’de bu gelişmelerden etkilenmiş ve 2003 yılında halka açık ortaklıklar için SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri yayımlanmıştır. Bununla birlikte, kurumsal yönetim yaklaşımı 2011 yılında kabul edilen ve 2012 yılında yürürlüğe giren 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’na hâkim olan felsefeler de yer almıştır.²⁴⁹ Bunu yaparken kurumsal yönetimi dolaylı yoldan konu edinmemiş ancak, homojen bir şekilde kanunun temeline yerleştirilmiştir.

TTK’da, kurumsal yönetimin düzenlenmesi mevcut kurumsal yönetim ilkeleriyle uyumsuzluk yaşamıştır. TTK’da düzenlemeye göre, kurumsal yönetimin nesnel adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik, modern standartlara uygun finansal raporlama ve kurumsal sorumluluk çerçevesinde çalışan bir şirket yönetimine; finansal tabloların kapsamlı ve usulünce incelendiği ve tam temsilin sağlandığı genel kurula; bağımsız ve güvenilir denetleme yapan bağımsız denetçiye sadece payları borsada işlem gören ortaklıkların değil, bütün sermaye şirketlerinin ihtiyacı olduğu düşüncesiyle TTK taslağı hazırlanmıştır.²⁵⁰ Ancak, bunun yansımaları farklılaşmış ve düzenlemesi değişikliğe uğramıştır.

2012 yılındaki TTK düzenlemesinden de anlaşılacağı üzere, Türkiye’de kurumsal yönetimin yasal bir varlığı doğmuştur. Bu zamanda kadar düzenleyici otorite tarafından

²⁴⁹ Cafer Eminoğlu, **Türk Ticaret Kanunu’nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance)**, On İki Levha Yayıncılık A.Ş., İstanbul, Eylül, 2014.

²⁵⁰ Ünal Tekinalp, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Cilt 2, İstanbul, 2008, s.635-652.

kurumsal yönetim ilkelerinin düzenlenmesi söz konusu iken, artık kanunla da kurumsal yönetim ülke geneline uygulanmak istenmiştir.

ABD’de benimsenen şeffaflık, hesap verilebilirlik, kontrol, vesayet ve iyi etik uygulamalar, mevcut endekslerine yansıtılmıştır. Borsalar tarafından kurumsal yönetim standartları geliştirilmiş ve şirketler tarafından bu standartlara uyulma zorunluluğu getirilmiştir. Aynı şekilde İngiltere’de de borsaların kendi uygulamalarının tümünde geçerli olacak şekilde kurumsal yönetim kuralları hazırlanmıştır. Şirketlerin Londra Borsası’na dâhil olmak için bu kuralları uygulaması gerekmektedir. Uygulamıyorsa da uygulamadığına gerekçe göstererek durumunu borsaya bildirmesi gerekmektedir.

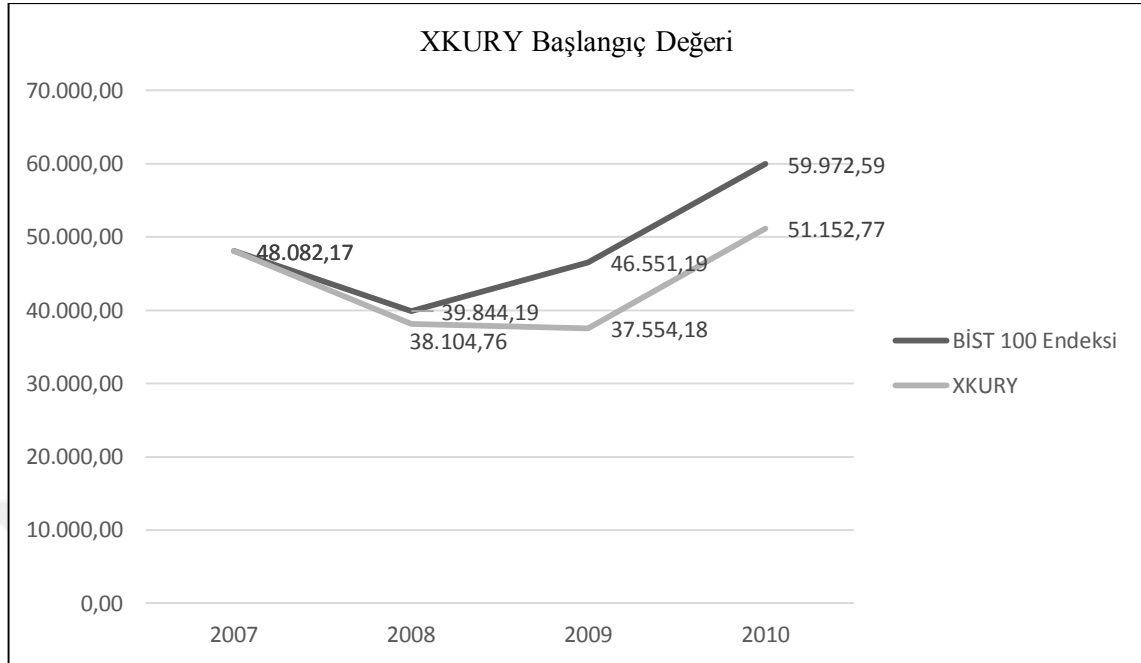
Çalışmanın amacı, Türkiye, ABD ve İngiltere borsalarında işlem gören şirketlerin kurumsal yönetimi ne derece ve nasıl uyguladıklarına dair gerekçeli bir karşılaştırma yapmaktır. Ele alınacak olan endeksler Türkiye’ye ait XKURY, ABD için NYSE 100 US ve NYSE COMPOSITE, İngiltere için ise FTSE 100 ve FTSE 350 Endeksleri’dir.

5.3.3.1. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Türkiye’deki Mevcut Konumu

Borsa İstanbul 2005 yılında Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni uygulayan şirketlerin bulunduğu Kurumsal Yönetim Endeksi’ni dâhil etmiştir. Endeksin oluşturulmasının amacı, hisse senetleri BİST pazarlarında işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının belirlenmesidir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir.

XKURY için alınma kriterlerini sağlayan şirketlerin sayısının 5’e ulaşması halinde BİST Günlük Bülteni’nde yapılan duyurudan 1 hafta sonra XKURY’nin hesaplanmaya başlanacağı ve BİST Ulusal 100 endeksinin ilan edilen en son değeri XKURY’nin başlangıç değeri olarak alınacağı ifade edilmiştir. Aşağıda BİST Ulusal 100 Endeksi’yle XKURY karşılaştırması yapılmıştır.

Şekil 16: XKURY’ün Başlangıç Değeri ve BİST Ulusal 100 Endeksi



BİST 100 Endeksi’nin 29.08.2007 tarihindeki kapanış değeri olan 48.082,17 XKURY’ün başlangıç değeri olarak alınmıştır. Endeksin başlangıcından 2010 yılına kadar göstermiş olduğu performansı, BİST 100 Endeksi’nin performansının gerisinden takip etmiştir.

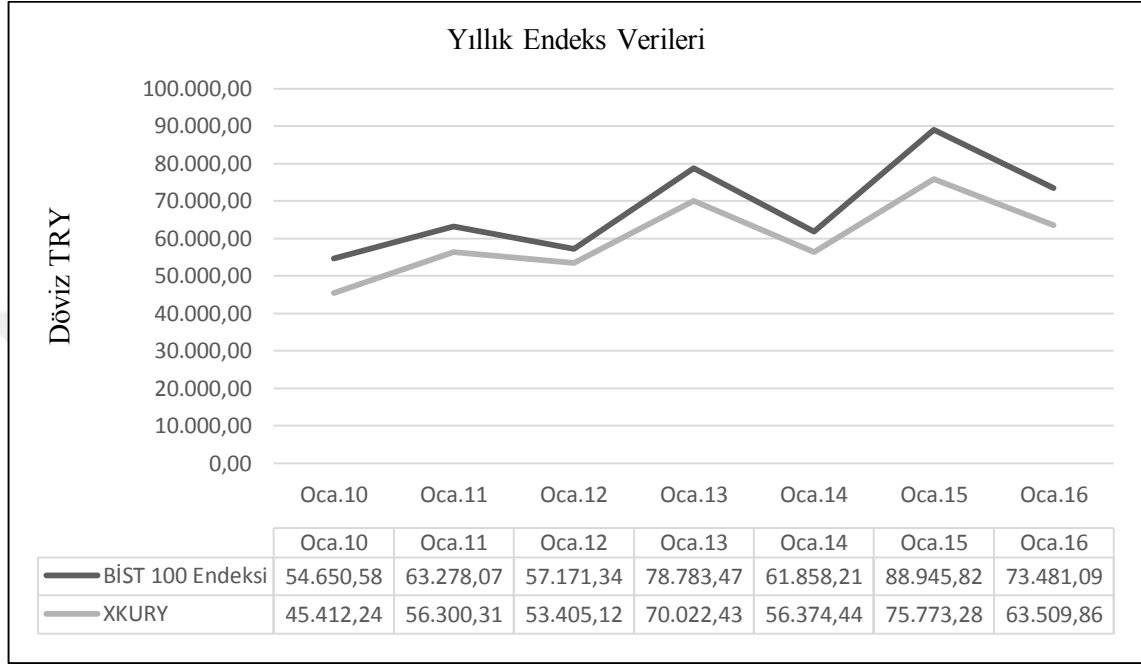
Bir şirketin kurumsal yönetim ilkelerini uygulaması, bu uygulamaların bağımsız derecelendirme kuruluşlarınca tescil edilerek geçer not verilmesi ve böylece çeşitli avantajlar sunan XKURY’ye dâhil olması, teorik olarak o şirketin hisse senedi fiyatı olumlu yönde etkilenmektedir. Dolayısıyla, şirket tarafından şirketin kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptırdığı ve BİST XKURY’ye girebilmek için gerekli tüm koşulları sağladığı yönünde piyasaya özel durum açıklaması yaptığı tarihte ve hemen sonrasında şirket hisse senedi fiyatında bir yükseliş beklenmelidir. Böyle bir gelişmenin hemen ardından şirket hisselerinin yatırımcısına iyi bir getiri performansı sunacağı varsayılmaktadır.²⁵¹

Yapılan araştırmalar ve karşılaştırmalar sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarıyla ve hisse senedi performanslarının birbiriyle örtüşmediği konusunda tartışmalar gündeme gelmiştir. Yıllarca bu ilişkinin varlığını kanıtlayabilmek için Brezilya Borsası’nda Kurumsal Yönetim Endeksi ile Genel Endeks arasındaki performans farkı araştırılmıştır.

²⁵¹ Kılıç, **a.g.m.** s.48-49.

Türkiye’deki BİST XKURY ve BİST 100 Endekslerindeki performans farkı değerlendirildiğinde ise, 2009 yılının başından 2015 yılına kadar geçen sürede XKURY %278 artış kaydederken BİST 100 Endeksi’nin yükselişi %243 olarak gerçekleşmiştir.²⁵²

Şekil 17: BİST Ulusal 100 Endeksi ile XKURY Karşılaştırılması²⁵³



Şekilde de gösterildiği üzere, BİST 100 Endeksi ve XKURY’nin yıllar itibariyle almış olduğu değerleri karşılaştırılmıştır. BİST 100 Endeksi XKURY’den genel olarak hep yüksek değer almış ve XKURY da BİST 100 Endeksi’ne bağlı olarak paralel yükseliş ve düşüşler yaşamıştır. 2017 yılının Ocak ayı değerleri söylenen ayın tamamlanmamasından dolayı şekle yansıtılmamıştır. Her yıl XKURY’den çıkan veya dâhil olan şirketlerin varlığı düşünüldüğünde, endeksin değerini etkileyecek kurumsal yönetim ilkelerine yüksek uyum sağlayan şirketler bu endekste yerini korumalıdır.

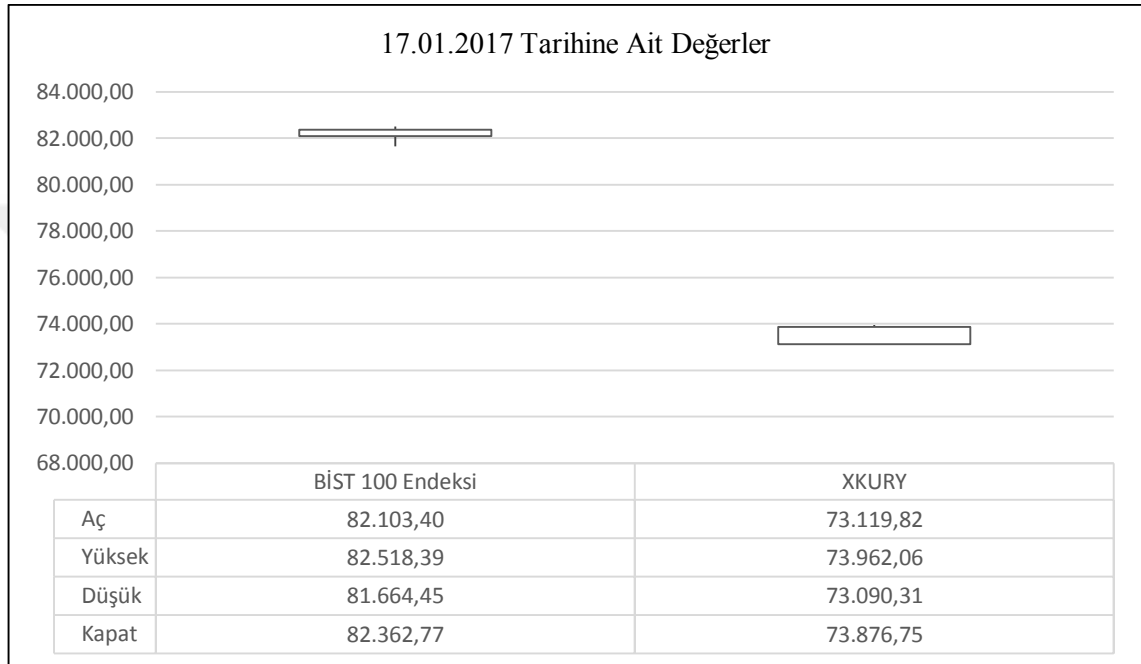
Kurumsal yönetim ilkeleriyle uyum gösteren ve SPK’nın belirlediği derecelendirme kuruluşları tarafından uyum notu yüksek olan şirketlerin endeks performans değerini artırdığı yapılan hesaplamalar sonucunda görülmüştür. Şirketlerin pay sahipleri için %25,

²⁵² SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), <http://www.saharating.com/~saharati/bist-kurumsal-yonetim-endeksi-xkury/> (erişim 17.01.2017), 2016.

²⁵³ Investing.com, <https://tr.investing.com/indices/ise-100> , <https://tr.investing.com/indices/ise-corporate-governance> , 2017.

kamuyu aydınlatma ve şeffaflık için %25, menfaat sahipleri için %15 ve yönetim kurulu için ise %35 oranlarında derecelendirme kuruluşlarından derecelendirme ağırlıklarını sağlamış olması gerekmektedir. Bu oransal dağılımın şirketler tarafından ne derece yerini getirildiğinin bir ölçüsü olarak toplam bir ağırlık notu verilmektedir. Bu en son toplam not, şirketlerin XKURY’ya dâhil olup olamayacağını göstermektedir.

Şekil 18: XKURY ile BİST 100 Endeksi’nin Bir Günlük Karşılaştırması



Kaynak: Investing.com, <https://tr.investing.com/indices/ise-100>, <https://tr.investing.com/indices/ise-corporate-governance>, 2017.

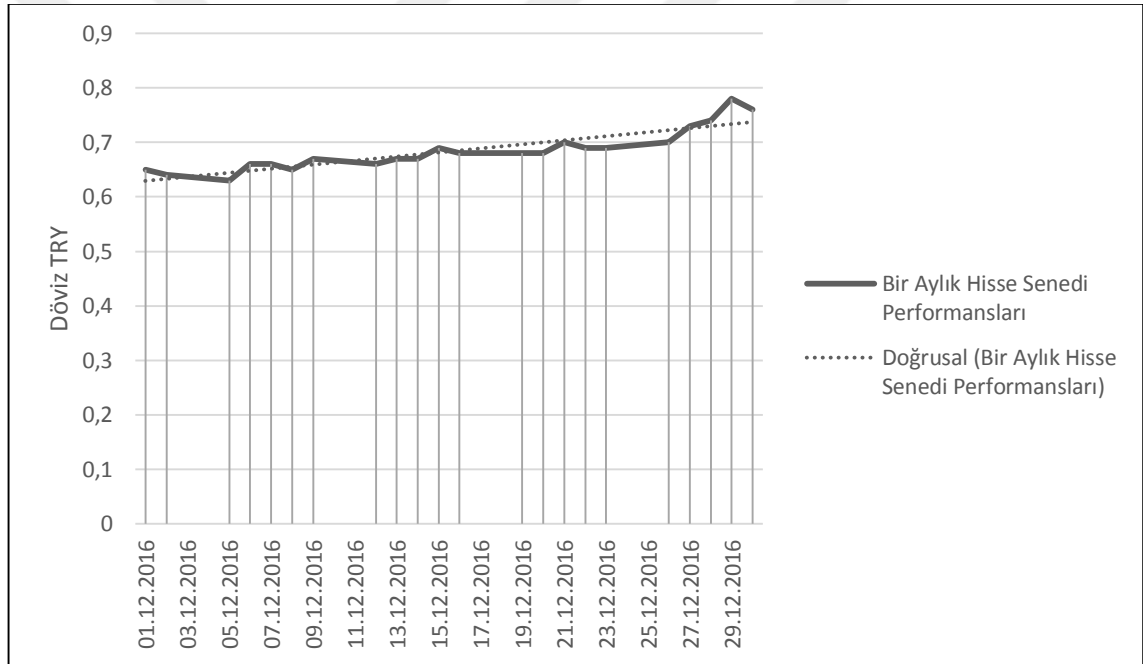
Yukarıdaki şekilde görülen iki endeksin bir günlük değerlerinin karşılaştırması yapıldığında, BİST 100 Endeksi’nin günlük değerinde de XKURY’un değerinden yüksek olduğu görülmektedir. Buna etki eden BİST 100 Endeksi’nin BİST Pay Piyasası için temel endeks olarak kullanılıyor olmasıdır. Endeks değerinin artırılmasına katkı sağlayan Ulusal Pazar’da işlem gören şirketlerin Kurumsal Ürünler Pazarı’nda işlem gören GYO ve GSYO ortakları arasından 100 şirketin seçilmesi ve bu şirketlerin hisse senetlerinin işlemde olması gerekmektedir.

BİST 100 Endeksi’ndeki şirketlerin 17 Ocak 2017 tarihinde, hisse senetlerindeki hareketlilik bakımından en aktif olan 10 şirketin gün içerisindeki alım satım işlemlerinin yüksek olduğu görülmektedir. Bu şirketlerden Doğan Şirketler Grubu, ODAŞ Elektrik, Hürriyet Gazetecilik, Aygaz A.Ş gibi şirketler en çok kazananlardan olmuşlardır. Koza

Altın İşletmeleri, Global Yatırım Holding ise en çok kaybeden şirketler arasında yer almaktadır.

BİST XKURY'deki şirketlerin performanslarının günlük incelemesinde, Doğan Şirketler Grubu'nun bu endeks türünde de en hareketli ve en çok kazanan şirket olduğu görülmektedir. Yeşil GMYO A.Ş.'de en çok kazanan şirketlerden biri olmakla beraber Global Yatırım Holding A.Ş. ise bu endekste en çok kaybedenler arasındadır. Her iki endeks grubunda da Doğan Şirketler Grubu'nun hisse senetlerinin kazançlı çıktığı anlaşıldığına göre, aşağıda Doğan Şirketler Grubu'nun bir aylık hisse senedi performansının bahsedilen iki endeks değerleriyle karşılaştırması yapılabilir.

Şekil 19: Doğan Şirketler Grubu'nun XKURY'da Değerlendirilmesi



Doğan Şirketler Grubu'nun 2016 yılının Aralık ayının performansı yukarıdaki gibidir. Hisse senetlerinin günlük değerleri birbirine çok yakın seyretmiştir. Aradaki ufak farklar, yatırımcıların hisse senetlerine olan talep değerlerinden kaynaklanmaktadır. XKURY içi de yukarıdaki değerler kullanılmış ve şirketin endeksteği yeri belirtilmiştir. Şirket, BİST'in diğer endekslerinde de yer almaktadır. Diğer endeksler içinde hesaplanan bu değerler kullanılarak karşılaştırma yapılmaktadır.

5.3.3.2. Amerika Birleşik Devletlerindeki Kurumsal Yönetimin Endekslerdeki Yeri

ABD tarihinin gerçekleşen on iki iflasının sadece yedisi 2002 yılında gerçekleşmesinin sonucunda, yatırımcıların sermaye piyasalarına olan güvenleri büyük ölçüde sarsılmıştır. ABD’de yatırımcılar açısından oluşan bu olumsuz ortamı iyileştirmek ve sermaye piyasasına olan güveni artırmak amacıyla çalışmalar yapılmıştır.²⁵⁴ ABD’de kurumsal yönetim alanında yapılan başlıca düzenlemeler yukarıdaki bölümde detaylı bir şekilde anlatılmıştır. ABD borsalarının kurumsal yönetimi borsa kurallarına dâhil ettiklerini de kesin bir ifadeyle söylenmektedir. Bu temelde NYSE, kendi Kurumsal Yönetim Kuralları’nı yayımlamıştır.

ABD’deki kurumsal yönetim için oluşturulan yasal çerçeve İngiltere’den çok farklıdır. Bu fark ABD’de devletler düzeyinde var olan şirketler hukukundan meydana gelmektedir.²⁵⁵ Şirketler hukuku alanında farklı düzenlemelere sahip olan ABD, sermaye piyasaları alanında da farklı bir takım hukuki düzenlemelere sahiptir. Tüm bunlar düşünüldüğünde, işletmeler açısından uygulanacak olan kurumsal yönetim uygulamalarında da farklılıklar ortaya çıkmaktadır.²⁵⁶

ABD’ndeki kurumsal yönetim düzenlemelerinden 2010 yılında Kurumsal Yönetim Hakkında New York Sermaye Piyasası Kurulu Raporu, 2012 yılında Kurumsal Yönetim İlkeleri ve 2013 yılında Tam Kurumsal Yönetim Politikaları ülkede kurumsal yönetimin geliştirilmeye devam edildiğini göstermektedir. Bu düzenlemelerde yer alan Açıklanan Yönetim Politikaları ve Etik Kodu’nda Konsey, her şirkete yazılı, açıklanan yönetim prosedürlerinin ve politikalarının tüm çalışanlar ve yöneticiler için geçerli olan bir etik kural ve sıkı uygulamasına ilişkin hükümlerin olması gerektiğine inanmaktadır. Bunun yanında kurumsal yönetim yapıları ve uygulamaları bir şirketin hissedarlarına hesap verilebilirliğini korunma ve geliştirmelidir. Aynı zamanda hissedarların eşit muamele

²⁵⁴ Ufuk Bolat, **Kurumsal Yönetim İlkelerine ve Kurumsal Yönetim Endeksine Tabi Olmanın İşletmenin Piyasa Değerine Etkileri**, Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Haziran 2011, s.69.

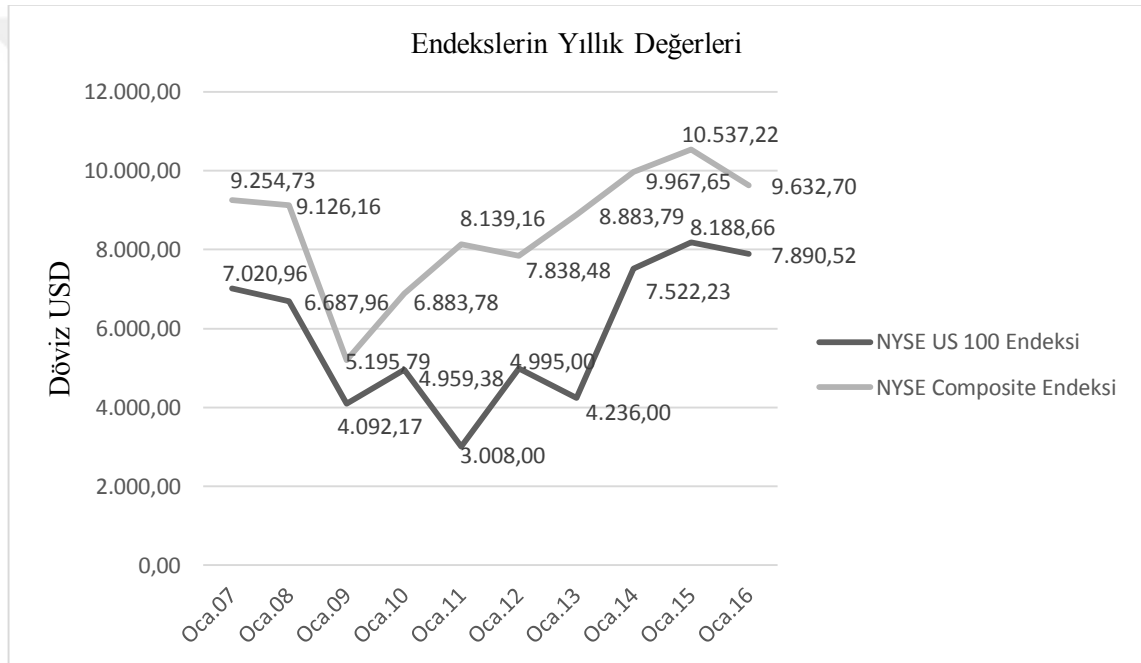
²⁵⁵ Calder, **a.g.e.**, s.16.

²⁵⁶ Hakan Cavlak, **Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve Kurumsal Yönetim İlişkisi: Kurumsal Yönetim Endeksi’ne Tabi Şirketlerde Bir Anket Çalışması**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul, 2015, s.39.

gördüklerinden emin olunmalıdır. Bunlar dışında Tam Kurumsal Yönetim Politikaları'nda; Federal ve eyalet hukukuna uyum, pay sahiplerinin katılımı, ticari uygulamalar ve kurumsal vatandaşlık, kamu ve özel sektördeki şirketlerdeki yönetim uygulamaları, yeniden kurulum ve yargı forumu gibi düzenlemeler ve açıklamalar da yapılmıştır.

ABD'deki bütün bu düzenlemeler neticesinde, çalışmanın esası şekillendirilmeye devam edilmektedir. Buna göre, ABD'deki NYSE Endekslerinden NYSE US 100 ve NYSE Composite Endeksleri kurumsal yönetim endeksleri olarak değerlendirilecektir.

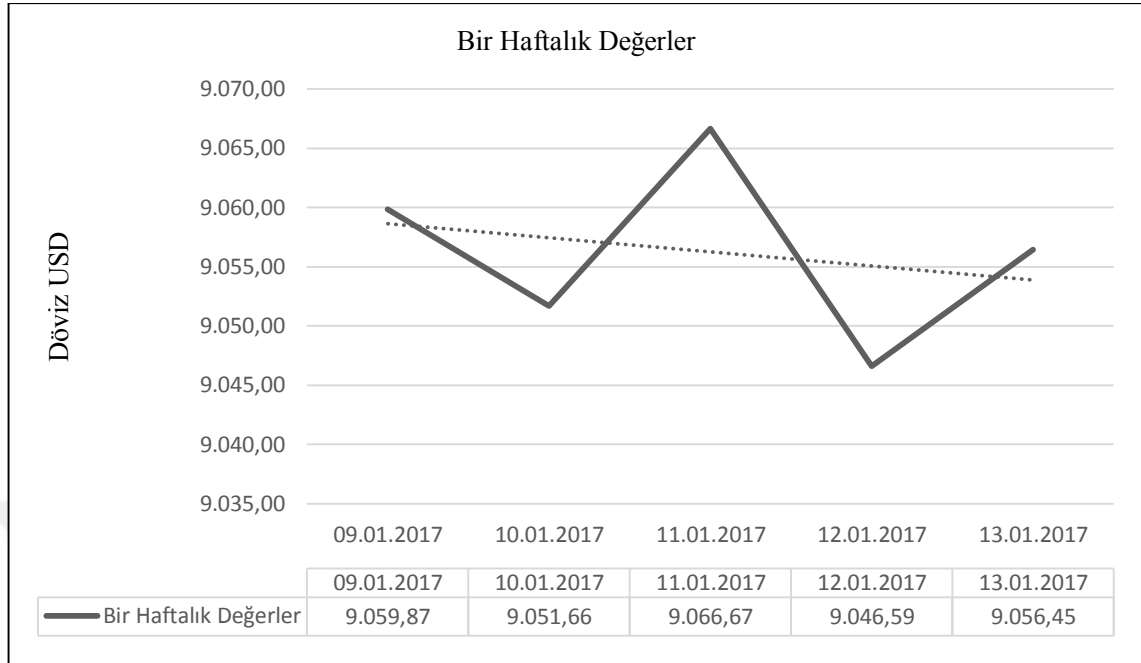
Şekil 20: NYSE US 100 Endeksi ve NYSE Composite Endeksi'nin Karşılaştırılması



Kaynak: Investing.com, <https://tr.investing.com/indices/nyse-composite> <https://tr.investing.com/indices/nyse-us-100>, 2017.

NYSE US 100 Endeksi'nin yıllar itibariyle değerleri NYSE Composite Endeksi'nin değerlerinin altında seyretmiştir. Bunun nedeni, NYSE Composite Endeksi'nde borsada işlem gören tüm hisse senetlerinin performanslarının endeksin içinde hesaplanmış olmasıdır. NYSE US 100 Endeksi ise, borsada işlem hacmi yüksek 100 şirketin işlem gördüğü piyasa olduğundan endeks değerleri genellikle NYSE Composite Endeksi'nin değerlerinden düşük olmaktadır.

Şekil 21: NYSE US 100 Endeksi'nin Bir Haftalık Değerleri



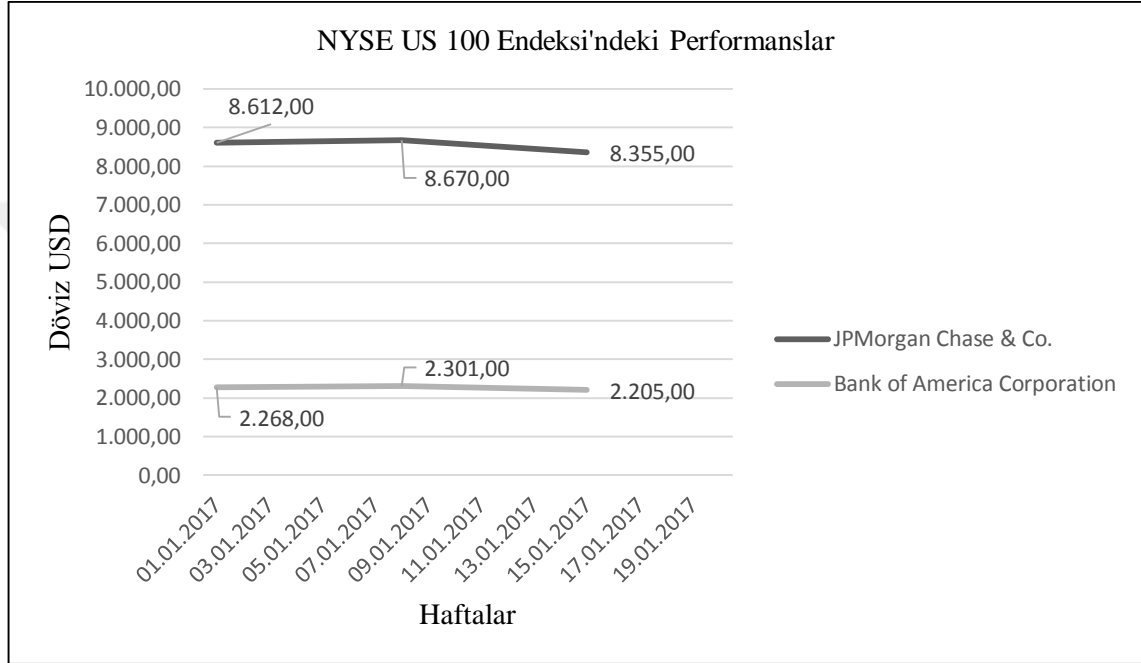
2017'nin Ocak ayının bu çalışma hazırlanırken tamamlanmamış olmasından geride kalmış bir haftasının değerlendirilmesi yapılmıştır. Buna göre, NYSE US 100 Endeksi'nde hafta başlangıcındaki değer ile haftanın kapanış değeri arasında fark yok denilecek kadar düşük bir fark bulunmaktadır. Endekste bulunan şirketlerin performanslarının bir haftalık değer artış ya da azalışları endeksin haftalık değerinin neredeyse değişmemesi sonucunu doğurmuştur.

NYSE US 100 Endeksi'ndeki şirketlerin endeksin günlük değerlerini etkilediği bilindiğine göre, endekste en çok hisse alım satımı yapılan şirketlerin arasından en çok kazanan ve kaybeden hisseler ayrıştırılmaktadır. Bunlardan JPMorgan Chase & Co., Bank of America Corporation, Ford Motor gibi şirketlere ait hisse senetleri 18.01.2017 tarihinin ilk yarısına kadar hareketlilik göstermişlerdir. Buna rağmen, bir önceki gün de aynı şirketlerin borsada oldukça hareketli oldukları ancak en çok kazanan şirket olmadıkları gözlemlenmiştir. Hatta gün içi değerlerine göre JPMorgan Chase & Co. -3,63% farkla günün kaybedenleri arasında yerini almıştır. Bank of America Corporation da aynı şekilde günü -4,17% kayıpla kapatmıştır.

JPMorgan Chase & Co. ve Bank of America Corporation şirketlerinin kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşları tarafından almış oldukları notları ilerleyen başlıklarda

detaylandırılacaktır. Böylelikle endeksin kurumsal yönetim düzenlemelerine uygun davranışta bulunan şirketleri barındırıp barındırmadığı hakkında bilgilenilecektir. Şimdi de JPMorgan Chase & Co. ve Bank of America Corporation şirketlerinin bir aya denk gelecek haftalık değerleri karşılaştırılacaktır.

Şekil 22: JPMorgan Chase & Co. ve Bank of America Corporation Performanslarının NYSE US 100 Endeksi'nde Karşılaştırılması



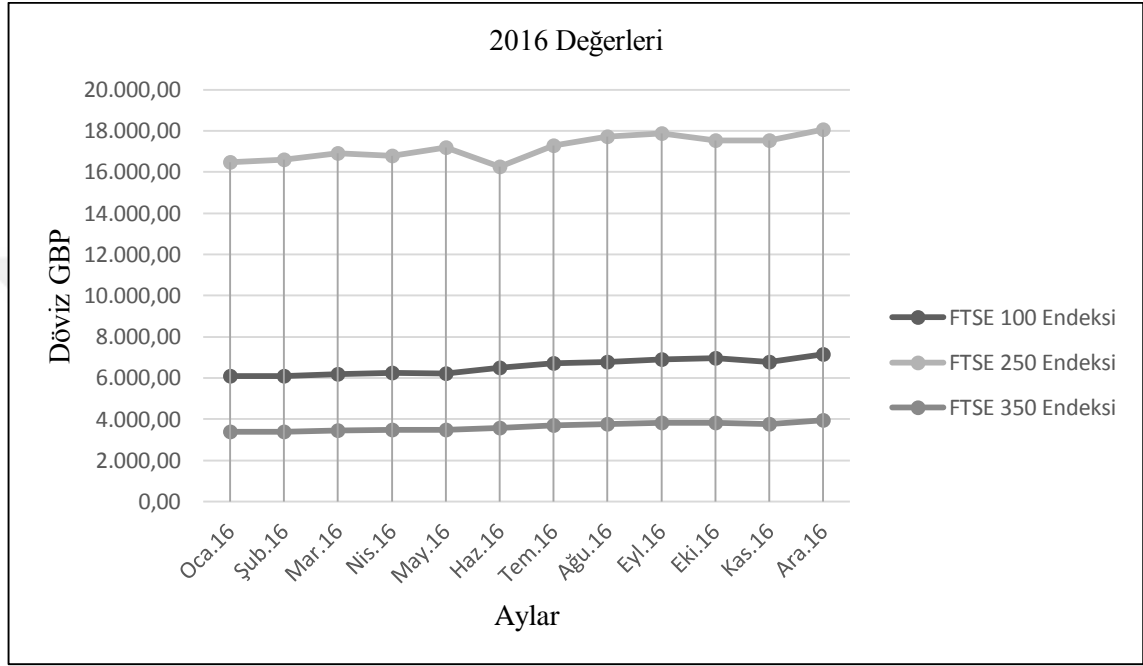
JPMorgan Chase & Co. şirketinin performansı ile Bank of America Corporation şirketinin performansı arası yaklaşık bir değeri ifade etmemektedir. O yüzden şirketleri birbirinden bağımsız olarak değerlendirmekte fayda vardır. İki şirketin de kendi değerlerinin ne çok aşağısına ne de çok yukarısına çıkmadığı gözlemlenebilir.

5.3.3.3. İngiltere'deki Kurumsal Yönetim Düzenlemelerinin Mevcut Endekslerine Uyarlatılması

İngiltere, genel olarak kurumsal yönetim reformunun dünya lideri olarak kabul edilmektedir. İngiltere'de kurumsal yönetim alanında yaşanan reform, önceden belirlenmiş bir strateji sonucu değil, kurumsal yatırım çevreleri ve hükümet içinde kurumsal yönetim konularında büyüyen bir ilginin sonucu olarak meydana gelmiştir. Bu ilgi ise, kısmen skandallara gösterilen tepkiden ve 1990'ların başlarındaki ekonomik

düşüşün ardından kurullar ve ortaklar tarafından yapılan iç gözlemler sonucu oluşmuştur. İngiltere'deki kurumsal yönetim alanındaki en iyi uygulamaları yazılı olarak formüle eden ilk girişim Cadbury Raporu olarak bilinmektedir.²⁵⁷ Bu düzenlemelerle ilgili detaylı bilgiler verildiğinden, aşağıda direk endeks değerlerinin karşılaştırması yapılmıştır.

Şekil 23: FTSE 100, 250 ve 350 Endekslerinin Performansları



Endekslerin aylık sergilemiş oldukları gelişimler paralel bir yön izlemektedir. Ancak her endeks aynı değerde bir seyir izlememektedir. Endeks ağırlıkları farklılık gösterdiğinden, şirketlerin endeksteki varlıkları endeksin gidişatını etkilemektedir. Görüldüğü gibi FTSE 100 Endeksi'nin değerleriyle FTSE 250 Endeksi'nin değerleri birbirinden oldukça uzaktır. FTSE 350 Endeksi ise diğer iki endeksin arasında bir değerde seyretmiştir. Bu değerler, 2016 yılına aittir.

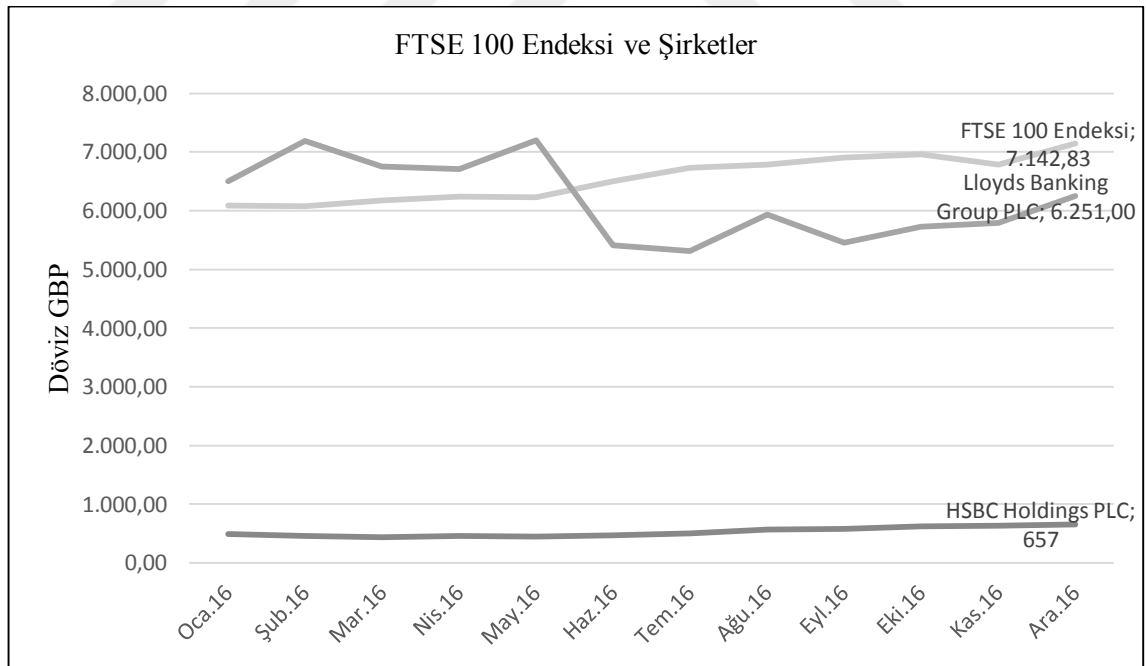
Endekslerdeki şirketler, borsanın kendilerine uymakla yükümlü olduğu kurumsal yönetim kurallarını kabul ettiği takdirde bu kuralları uygulamakla sorumlu tutmaktadır. Endekslerin hesaplanmış değerleriyle kurumsal yönetim standartlarının uygulanıp uygulanmadığının yatırımcılar üzerindeki etkisi gün içi ortaya çıkan borsa işlemleriyle belirlenmektedir. Buna göre, yatırımcıların mevcut şirket/şirketlerin borsada işlem gören hisse senetlerini hem gerçekleştirilen işlem hacminin büyüklüğüne göre hem de

²⁵⁷ Jill Solomon, Aris Solomon, **Corporate Governance and Accountability**, 2004, s.45.

şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini ne oranda uyguladıklarının bir göstergesi olarak alım satıma tabi tutmaktadırlar.

İngiltere'nin kılavuzları, sıkı düzenlemelerden ziyade, gönüllü olanla uyumlu kurallar bütününe oluşturmaktadır. Bir şirket ya da kurumsal yatırımcı, bu kılavuzlara uymamayı tercih ettiğinde, bunun nedenini açıklamakla yükümlüdür. Kılavuzlar, UK şirket ve piyasa düzenlemelerinin bir uzantısı değil, tamamlayıcısı olarak görülmektedir. Kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmalar ve bu konuya verilen önem sonucunda, yönetim kurulunun uluslararasılaşma derecesi yüksektir ve kadın üye sayısı fazladır. Komiteler küçük yapıdadır ve şirketlerin neredeyse tamamında denetim, atama ve ücretlendirme komiteleri mevcuttur. Yöneticilerin aldıkları ücret miktarı yüksek olsa da toplantıların sıklıkla yapıldığı göz önüne alındığında, toplantı başına alınan ücret düşük olmaktadır. İngiltere'nin yüksek standartta bir kurumsal yönetim ilkelerine sahip olması beraberinde bir sorun getirmektedir. Şirketlerdeki yoğun yüksek inceleme seviyesi pek çok şirketin yönetim kurullarının daha dikkatli olmasına yol açmaktadır.²⁵⁸

Şekil 24: Seçilmiş Şirketlerin FTSE 100 Endeksi'ndeki Yeri



²⁵⁸ Mustafa Can, **Küreselleşen Dünyada Farklı Perspektiflerden Kurumsal Yönetim İlkeleri**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2015, 120-121.

FTSE 100 Endeksi'ndeki şirketlere bakıldığında, hisse senetleri üzerinde en çok işlem yapılan Lloyds Banking Group PLC, HSBC Holdings PLC, Glencore PLC gibi şirketler olmuştur. Borsada en hareketli şirketler olarak görülmesi o şirketin hisse senetlerinin kazançlı çıkması anlamına gelmemektedir. Yatırımcılar tarafından alınan hisse senetlerinin değerinin düşük seviyede kalması durumunda o hisse senedi o şirkete bir kayıp yaşatmaktadır. Örneğin 18.01.2017 tarihinde, Pearson PLC şirketi, FTSE 100 Endeksi içinde bir önceki gününe göre -28,90% kayıpla günü tamamlamıştır.

5.3.3.4. Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere Endekslerinin Karşılaştırmalı Değerlendirmesi

Şirketlerin kurumsal yönetim, kamuya açıklama ve şeffaflık uygulamalarının sermaye maliyeti, likidite düzeyleri, firma değeri ve firma performansına olan etkilerini araştırmak üzere uluslararası piyasalarda birçok çalışma yapılmıştır.²⁵⁹ Kurumsal yönetim, şeffaflık ve sermaye maliyeti ilişkisi, uluslararası düzeyde ele alındığında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kategorisine ayrılarak incelenmiştir.

Şeffaflık düzeyinin sermaye maliyeti üzerine etkisi, önemli ve ilgi uyandıran bir konu olarak kabul edilmekte olup, birçok çalışmada şeffaflık düzeyi ile işletmelerin sermaye maliyetleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Botosan ABD piyasalarını kapsayan çalışmasında, korelasyon ve regresyon analizi kullanarak yüksek kamuya açıklama derecesine sahip firmaların, düşük sermaye maliyetine sahip oldukları sonucuna ulaşmıştır.²⁶⁰

Ashbaugh ve arkadaşları da sermaye ve borç maliyetiyle kamuyu aydınlatma arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Bu testi yaparken doğru, zamanında ve ayrıntılı olarak açıklanan bilgi ile yatırımcıların açıklama yapan firma hakkında öngördükleri riskin daha düşük olacağı ve dolayısıyla firmanın borç ve sermaye maliyetinin görece daha düşük olacağı varsayımında bulunmuşlardır. Çalışmada elde edilen bulgular yüksek kamuya açıklama

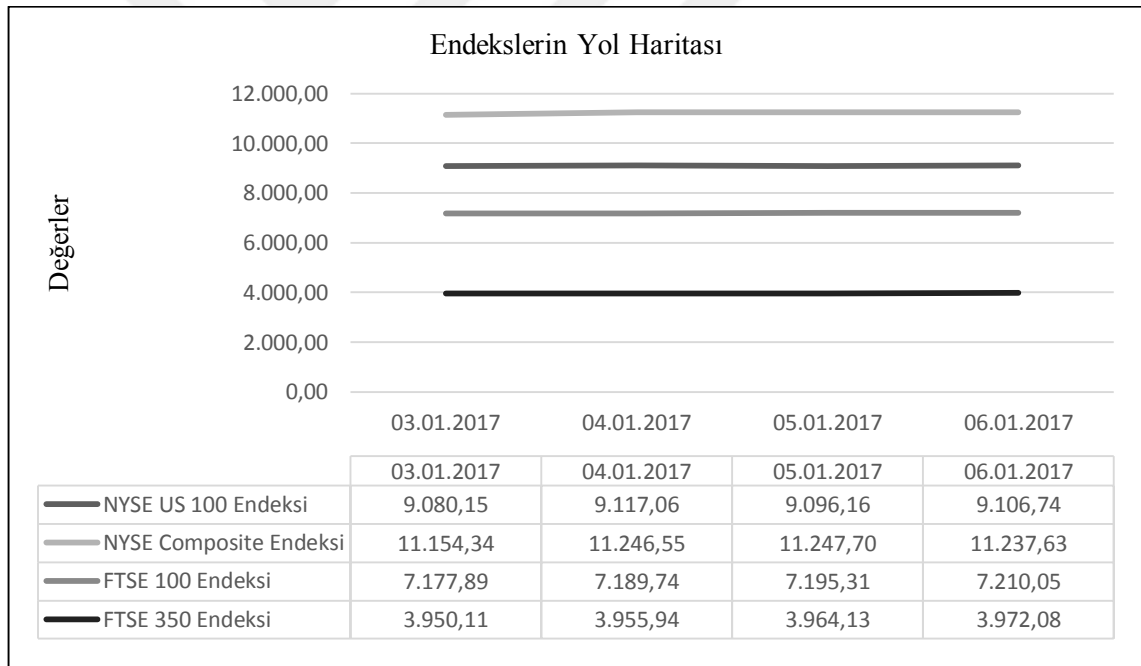
²⁵⁹ Güzeldere, **a.g.e.**, s.71.

²⁶⁰ Christine Botosan, "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", **The Accounting Review**, Vol.27, Iss 3, 1997, s.323-349.

derecesine sahip firmaların, düşük sermaye maliyetine sahip oldukları yönünde olmuştur.²⁶¹

Botosan ve Plumlee beklenen sermaye maliyeti ile kamuya açıklama derecesi arasındaki ilişkinin incelenmesine yönelik çalışmalarında, kamuya açıklama skorları yüksek olan hisse senetlerinin, beklenen sermaye maliyetinin daha düşük olduğu belirtilmiştir.²⁶² Richardson ve Welker ise, kamuyu daha fazla bilgilendiren işletmelerin sermaye maliyetlerinin düşük olduğunu ortaya koymaktadır.²⁶³ Lambert ve arkadaşlarının araştırma ve incelemelerinde ise, şeffaflık düzeylerini artıran şirketlerin, ekonomik ve istatistiksel olarak anlamlı fayda elde ettiklerini belirtmektedirler.²⁶⁴ Çalışmada şeffaflık endeksi yüksek olan hisse senetlerine ilginin arttığını, söz konusu şirketlerin sermaye maliyetlerinin azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Şekil 25: ABD ve İngiltere Endekslerinin Karşılaştırması



²⁶¹ Hollis Ashbaugh, W. Daniel Collins, Ryan Lafond, "Corporate Governance and The Cost of Equity Capital", **The Accounting Review**, Vol.72(3), 2004, s.329-349.

²⁶² Christine Botosan, Marlene Plumlee, "A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital", **Journal of Accounting Research**, 2001, s.21-40.

²⁶³ Alan Richardson, Michael J. Welker, "Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital", **Accounting, Organizations and Society**, 2001, s.597-616.

²⁶⁴ A. Richard Lambert, Christian Leuz, E. Robert Verrecchia, "Accounting Information, Disclosure and the Cost of Capital", **Journal of Accounting Research**, 2007, s.385-420.

FTSE 100 Endeksi, Londra Borsası'nda işlem gören 100 büyük İngiliz şirketinin hisselerini kapsamaktadır. Bu endeksin hesaplanma ve ağırlıklandırılma şekli piyasa değeri ağırlıklıdır. Hisse senetlerinin tümü buna göre piyasa değerine göre ağırlıklandırılmaktadır. Genellikle Avrupa Endekslerini takip eden bir endekstir. FTSE 100 Endeksi'ndeki hisse senetlerini alıp satmayı değerlendirirken, diğer Avrupa borsalarının hareketlerini izlemek önemlidir. FTSE 100 Endeksi'nde yer alan BG Group, Royal Dutch, Tullow Oil, Shell, BP ve Petrofac petrol şirketleri Ortadoğu'daki gelişmelere karşı daha fazla duyarlı olmaları nedeniyle endekse belirleyicilik kazandırmaktadır. FTSE 100 Endeksi, son on yıl içinde 2009 yılında 3.443,00 Dolar ile tarihi en düşük seviyeyi, 2016 yılında ise 7.142,83 Dolar ile tarihi en yüksek seviyeyi kaydetmiştir.

Ashbaugh ve arkadaşları, mülkiyet ve kontrolün birbirinden ayrılmasının doğurduğu temsil risklerini müzakere etmekte ve daha iyi yönetilen firmaların, hissedarları için daha düşük temsil riski arz ettiklerini ve bunun da daha düşük sermaye maliyeti ile sonuçlandığını ortaya koymuşlardır. Söz konusu çalışmada kamuya açıklamaların güvenilirliği, zamanlılığı, karar vermede yardımcı olması ve anlaşılabilirliğinin yetersiz olması halinde, hisse senedi getirilerinin de o kadar belirsiz olacağı ve şirket hakkında bir takım kötü haberler olduğuna dair işaretlerin de o kadar güçleneceği, bu durumda sermaye maliyetini artırıp, şirket hisselerine olan talebi azaltarak, firma değerinde düşüşe neden olacağı belirtilmektedir.²⁶⁵

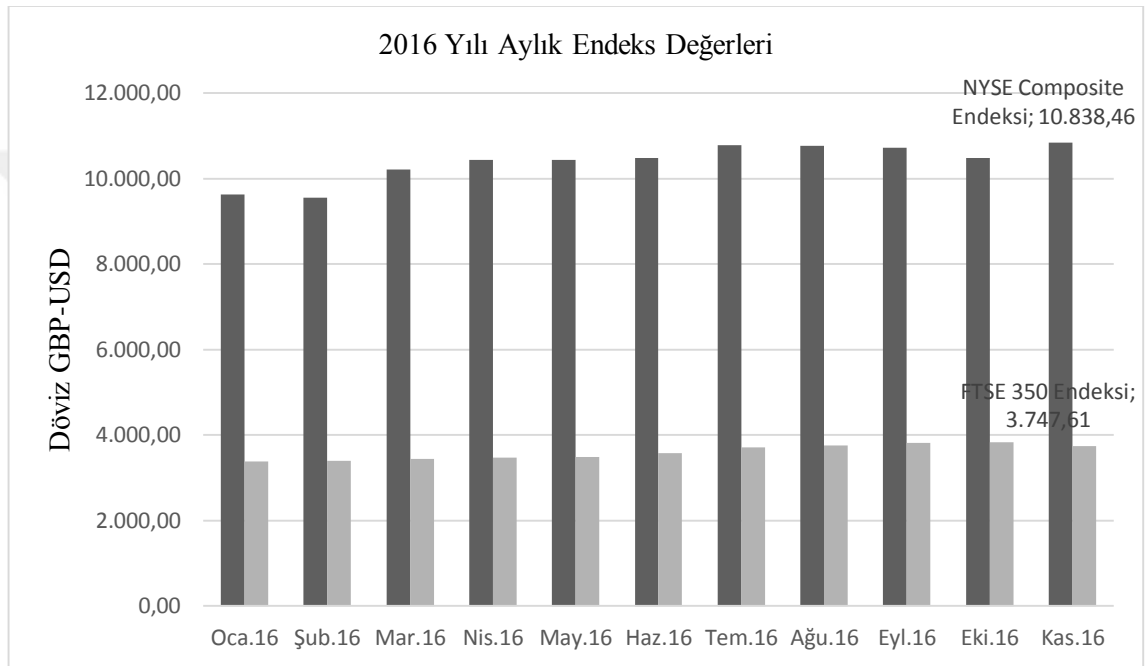
Chen ve arkadaşlarının da geliştirmekte ülkeler üzerine yapmış oldukları çalışmalarında, kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının sermaye maliyeti üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Özellikle geliştirmekte olan piyasalarda firma düzeyinde kurumsal yönetimin özsermaye maliyeti üzerindeki etkisini ve bu etkinin yatırımcıların ülke düzeyinde yasal olarak korunmalarına göre nasıl değişiklik gösterdiğini 14 geliştirmekte olan ülke için inceleyen çalışmada; araştırmacılar firma düzeyindeki kurumsal yönetimin bu piyasalarda özsermaye maliyeti üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.²⁶⁶

²⁶⁵ Hollis Ashbaugh, W. Daniel Collins, Ryan Lafond, **The Accounting Review**, s.329-349.

²⁶⁶ Kevin C.W. Chen, Zhihong H. Chen, K. C. John Wei, "Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital", **Journal of Corporate Finance**, 2009, s.273-289.

Gelişmekte olan piyasalarda şirketlerin özsermaye maliyetlerinin azaltılması konusunda, kurumsal yönetim uygulamaları ile birlikte ülke düzeyindeki hissedarların korunmasına ilişkin düzenlemelerin de önemli olduğu vurgulanmıştır. Buna göre, hissedarların yasal düzenlemelerle korunmasının zayıf olduğu ülkelerde, kurumsal yatırımcılara iyi kurumsal yönetim uygulamaları olan şirketlerdeki hisseleri için daha yüksek prim ödenmesi konusunda şirketlerin istekli oldukları ortaya çıkmıştır.

Şekil 26: NYSE Composite Endeksi ve FTSE 350 Endeksi'nin Karşılaştırması

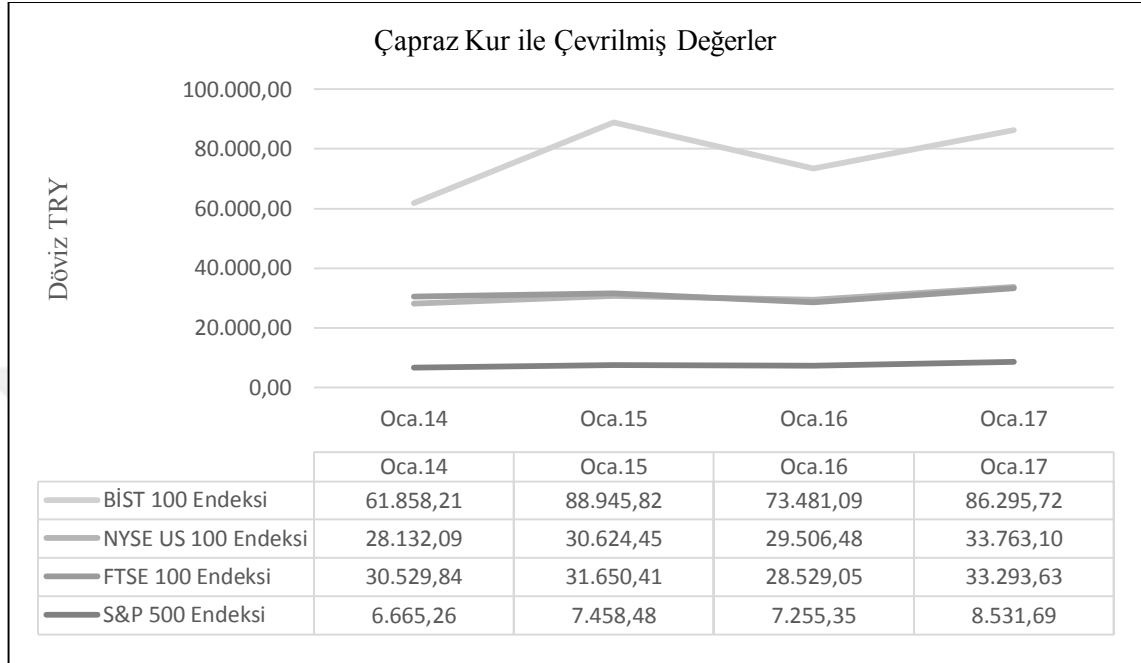


Yukarıdaki şekilde ABD'yi temsilen NYSE Composite Endeksi ile İngiltere'yi temsilen FTSE 350 Endeksi karşılaştırmaya tabi tutulmuştur. Buna göre endeks değerleri, birbirinden uzak seyir izlemiştir. Bu endekslerin karşılaştırılma sebepleri, birleştirilmiş tüm şirketlerin hisse senetlerinden oluşuyor olmasıdır.

Kurumsal yönetim, şeffaflık ile firma performansı ilişkisi düşünüldüğünde, uluslararası piyasalarda gelişmiş piyasalara yönelik çalışmalar dikkate alınarak hareket edilmiştir. ABD piyasalarında, şirketler arası kamuyu aydınlatma farklılıklarını şirket özellikleri, ortaklık yapısı ve kurumsal yönetim temelinde inceleyen çalışmada, bağımlı değişken olarak alınan kamuyu aydınlatma seviyesi ile şirket büyüklüğü, şirket performansı ve

şirket dışı finansman ihtiyacı arasında pozitif bir ilişki kurulmuştur. Ancak, hisse senedi getirileri ve kar arasında negatif bir ilişki bulunmuştur.²⁶⁷

Şekil 27: Ülke Endekslerinin Türk Lirası'na Çevrilmiş Karşılaştırması



Görüldüğü üzere kurumsal yönetim ilkelerini baz alındığı endekslerde ve uygulayan şirketlerin buldukları endeks gruplarının performanslarında yarattıkları etkiler, Türk Lirası'na çevrilerek karşılaştırılmıştır. Buna göre, endeks değerleri TRY cinsinden değerlendirildiğinde, BİST 100 Endeksi'nin kendi para biriminde yüksek performans sergilediği görülmektedir.

ABD borsasında işlem gören şirketlerin değerlendirildiği NYSE 100 Endeksi de TRY cinsinden bakıldığında FTSE 100 Endeks değerleriyle yakın değerlere sahip olduğu görülmektedir. Ancak, kendi para birimleri cinsinden bakıldığında FTSE 100 Endeksi'nin aylık performansı NYSE US 100 Endeksi'ne oranla daha düşük seyretmektedir. Elbette ki bu karşılaştırmalar, değerler göz önüne alınarak yapılmaktadır. Performansa etki eden şirket değerleri ve kurumsal yönetim uygulamaları şirket hisse senetlerinin değerini etkilemekte ve endeksin piyasa değerini belirlemektedir.

²⁶⁷ Michael Ettredge, Suzan Scholz Richardson, "Dissemination of Information for Investors at Corporate Websites", **Journal of Accounting and Public Policy**, 2002.

5.3.3.5. Uluslararası Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşlarının Kurumsal Yönetim Uyumlaştırması

Kurumsal yönetim ilkelerinin gerek uluslararası piyasalarda gerekse ülkemizde önemini giderek artması sonucunda, ilkelerin uygulanma durumunu belirleyecek kuruluşlara ve farklı işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları arasında karşılaştırma yapılmasını sağlayacak standart ölçütlere ihtiyaç duyulmuştur. Bu da kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi kavramını meydana getirmiştir. Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini geleneksel kredi derecelendirmesinden farklı olarak işletmelerin mali durumlarını değil yönetim kalitelerini sorgulayan ve ortakların haklarını gözetilen bir bakış açısına sahip derecelendirme faaliyeti olarak nitelendirmek mümkündür.²⁶⁸

Mevcut kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi, işletmelerin kurumsal yönetim sistemlerinin karşılaştırılabilir bir hale getirerek bunun kalitesini analiz eden niteliksel bir derecelendirme faaliyetidir.²⁶⁹ Bunun nedeni ise kurumsal yönetim kavramının niteliksel olması, rakamlarla değil daha çok davranış biçimleriyle açıklanmasıdır. Bu özellik kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini kredi derecelendirmesinden ayıran önemli bir husus olarak karşılaşılmaktadır. Ayrıca hisse senetleri BİST’te işlem gören şirketlerinin birçoğunun hisseleri imtiyazlıdır. Bu durum derecelendirme faaliyetinde hissedarlarla ilgili bir eksiklik olarak görülmektedir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde, Türkiye için SAHA Rating, bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ile yönetim kurulu ana bölümleri itibariyle ayrı ayrı olmak üzere 1 ile 10 arasında derece notu verilmektedir. Tüm ilkelere uyum ve her bir bölüm için verilen not, 1 (bir) en zayıf profili, 10 (on) en güçlü profili temsil etmek üzere değerlendirilmektedir. BİST XKURY’ya girebilmek için işletmelerin bir bütün olarak tüm ilkelere uyum bakımından en az 7 ile derecelendirilmiş olması gerekmektedir. Her bir bölüm için ayrı ayrı verilen notlar kamuya açıklanarak bilgilendirme yapılmalıdır.²⁷⁰

²⁶⁸ Sandıkçıoğlu, a.g.m., s.9.

²⁶⁹ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.64.

²⁷⁰ SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş., **“Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Notlarının Anlamı”**, www.saharating.com, Ocak 2017.

Çizelge 28: SAHA Rating'in Kurumsal Yönetim Notlarının Karşılıkları

Notlar	Karşılıkları
9-10	İşletme, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamıştır.
7-8	İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur.
6	İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuştur.
4-5	İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken asgari derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuştur.
<4	İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamıştır ve gerekli politika ve önlemleri zayıftır.

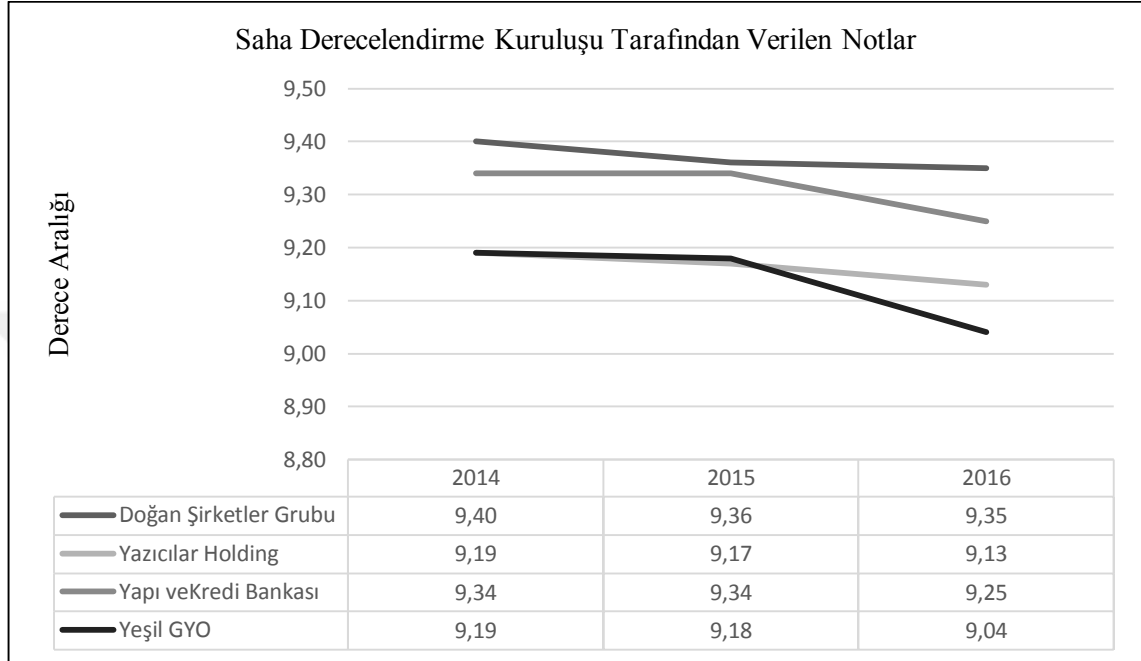
SAHA Rating tarafından verilen ve kamuya açıklanan derecelendirme notları en az bir yıl süreyle gözetim altında tutulmaktadır. Derecelendirme yapılan şirketin isteğine bağlı olarak, verilen notlar sürekli gözetim ve süreli gözetim altında tutulabilmektedir. Gözetim sürecinde şirketin derecelendirme notunun değiştirilmesini gerektiren hususların varlığının tespiti halinde şirket izlemeye alınmaktadır. İzleme süreci sonunda şirketin kurumsal yönetim uygulamaları hakkında rapor hazırlanarak derecelendirme komitesine sunulmaktadır. Komite derecelendirme notunun değiştirilmesine karar vermesi durumunda konu hakkında şirkete bilgi verilmektedir. Süreç yeni derecelendirilen bir şirket için uygulanan aynı süreç ile aynı uygulamaları içermektedir.²⁷¹

BİST XKURY'a dâhil olan şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notunun 7 ve üzerinde olması gerektiği görülmektedir. Yani şirketler SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlasa dahi ilkelerin herhangi bir alt bölümünden en az alınabilecek notun altına düştüğü takdirde XKURY'a katılamayacaktır. Şirketler tarafından yerine getirilen kurumsal yönetim uygulamaları değerlendirilirken, ülke kriterleri ve şirket kriterlerinin her biri için dört ana kriter belirlenmiştir. Ülke kriterlerinde; piyasa altyapısı, yasal altyapı, düzenleyici çevre ve bilgilendirme altyapısı ana kriterler olarak alınmıştır. Piyasa altyapısında; mülkiyet hakları, finansal piyasaların rolü, debletin ve bankacılık sektörünün rolü, deneyime dayalı piyasa uygulamaları, yasal altyapıda; yazılı kanunlar ve uygulamaları, düzenleyici çevrede; düzenleyici kurum ve

²⁷¹ SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş., “**Kurumsal Yönetim Derecelendirme Süreci**”, www.saharating.com, Ocak 2017.

kuruluşlar, etkinlikleri, bilgilendirme altyapısında; muhasebe standartları, bağımsız dış denetim, kamuyu aydınlatma standartları ve zamanlama konularına odaklanmak suretiyle analizler yapılmaktadır.²⁷²

Şekil 28: XKURY'deki Seçilmiş Dört Şirketin Uyum Derecelendirmesi



XKURY'de olabilmesi için derecelendirme notunun yüksek olması gerekmektedir. Yukarıdaki şekilde seçilen şirketlerin SPK tarafından faaliyette bulunmasına izin verilen bir derecelendirme kuruluşu tarafından verilen notları karşılaştırılmıştır. Görüldüğü üzere, şirketlerin notları 9 ve üzeri notlardır. Bu demek oluyor ki, şirketler, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamıştır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları da etkin bir şekilde hayata geçirilmiştir. Aynı zamanda, şirketin oluşabilecek tüm kurumsal yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmiştir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil bir şekilde korunmuştur. Bunun dışında kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri de en üst düzeyde gerçekleştirilmiştir. Yönetim kurulunun yapı ve işleyişi de en iyi uygulama statüsüne ulaşmıştır. İlkelerin uygulanma alanlarında neredeyse hiç açık verilmemiştir. 2014 yılından 2016 yılına kadar yukarıdaki şirketlerin değerlerinde ufak düzeyde düşme

²⁷² Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.108-109.

veya yükselme meydana gelmiştir. Ancak, şirketler söz konusu bu ufak eğilimler karşısında ana notunu korumuştur.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini geleneksel kredi derecelendirmesinden farklı olarak şirketlerin mali durumlarını değil, yönetim kalitelerini sorgulayan ve ortakların haklarını gözetten bir bakış açısına sahip derecelendirme faaliyeti olmasından dolayı rakamlarla değil, daha çok davranış biçimleriyle değerlendirilmesi bu faaliyetin niteliksel yönünü ortaya çıkarmaktadır. Kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşları, derece notlarını bu nitel değerler üzerinden vermektedir. SAHA Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Kuruluşu'nun derecelendirme çalışmasında bulunduğu yukarıdaki şekilde görülen şirketlerde, kurumsal yönetim ilkelerinin ana değerlerinin şirketler tarafından ne ölçüde uyulduğu incelenmiş ve derecelendirilmiştir.

FTSE ISS tarafından da şirketlerin kurumsal yönetimi ne derece uygun ve etkin uyguladıkları endeks gruplarına dâhil olan şirketlere yönelik yapılan çalışmalarla değerlendirilmektedir. Buna göre, FTSE ISS UK ve FTSE ISS US Endeksleri'nde yer alan her şirket FTSE ISS tarafından kurumsal yönetim değerlendirmesine tabi tutulmaktadır. Ancak, ISS'nin kalite katsayısının raporları kullanıcılarına belli bir ücret karşılığında verilmektedir. Aşağıdaki şekilde 2004 yılındaki Avrupa'ya yönelik yapılan bir çalışmanın sonucu görülmektedir.

Çizelge 29: ISS Tarafından Yapılan Bir Çalışma Sonucu

	KBC Holdings	Barclays
Hissedar Hakları ve Görevleri	5.5	8.0
Devralma Savunma Aralığı	1.0	9.0
Kurumsal Yönetim Açıklaması	5.0	8.0
Yönetim Kurulu Yapısı ve İşleyişi	4.0	7.0

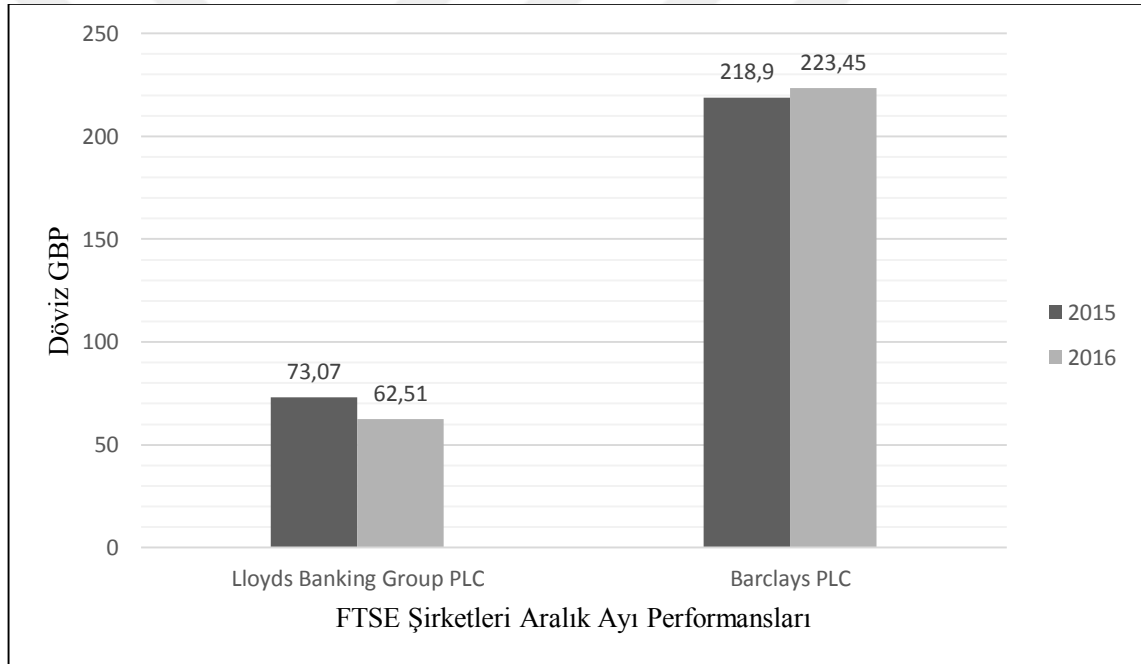
Kaynak: Institutional Shareholder Services Inc., European Corporate Governance Ratings, <https://www.issgovernance.com/> 2005.

Yukarıdaki çizelgede ISS'nin yapmış olduğu çalışmalar neticesinde iki şirketin kalite standartları karşılaştırılmıştır. Buna göre, iyi ve kötü performansa sahip iki şirketin arasında verilen notlara göre değerlendirme yapılmaktadır. Barclays şirketi, çizelgedeki

notlar göz önüne alındığında iyi bir şirket kurumsal yönetim performansına sahip şirket olmaktadır. KBC Holdings ise, notlarının düşüklüğünden dolayı yatırımcıların tercih etmekte şüpheli yaklaşacağı şirket olmaktadır.

İngiltere Piyasası'nda Barclays şirketinin yeri değerlendirildiğinde, Londra Borsası'nda işlem gören endekslere girme ve hisse senedi aktifliği bakımından piyasalarda göze çarpma bakımından belirli standart ve yükümlülükleri yerine getirmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarının yıllar itibariyle daha uygulanabilir olması ve ISS tarafından endeks gruplarında sürekli analizinin yapılması şirketi avantajlı ve yatırımcıların değerlendirilebilir görmelerini sağlamıştır.

Şekil 29: İngiltere Piyasası'ndan Seçilmiş Şirket Değerlendirmesi



Yukarıdaki şekilde iki şirketin iki ayrı yılının Aralık aylarına ait performansları gösterilmiştir. Buna göre, iki şirketin hisse senetlerinin piyasa değerleri arasındaki fark bulunmaktadır. Ancak, bu fark karşılaştırması göz ardı edildiğinde, bu iki şirketin endekslerde yer alması, ISS tarafından yapılan analizler sonucu performanslarının iyi olmasına bağlanmıştır. Bu bakımdan, kurumsal yönetim uygulamaları iyi derecededir.

Uluslararası kurumsal yönetim derecelendirmesinde ise, S&P, Rusya ve Orta Doğu'da yaşanan finansal krizlerden kaynaklanan olumsuzluklarında yaşandığı 1990'lı yılların sonlarında, kurumsal yönetim konusunda referans olması amacıyla spesifik analitik

metodoloji geliştirmek için çalışmalar başlatmıştır. Söz konusu krizler, gelişmekte olan piyasalarda sistematik problemlerin artmasına neden olan bir faktör olarak görülen kurumsal yönetim konusundaki büyük zayıflıkların da ortaya çıkmasını sağlamıştır. S&P tarafından kurumsal servis adı ile bir birim oluşturulmuş ve 2000 yılında yalnızca gelişmekte olan piyasalardaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirmesine odaklanan kurumsal yönetim derecelendirme servisi faaliyetlerine başlamıştır.²⁷³

Söz konusu analitik metodolojinin amacı, S&P'un kendi kurumsal yönetim derecelendirme servisine yol göstermek olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte, kurumsal yönetim derecelendirme konusunda yapılan çalışmalar, aynı zamanda S&P tarafından gelişmiş ekonomilerde gerçekteştirilen kredi derecelendirme çalışmalarında da kullanılmaya başlanmış ve söz konusu derecelendirmede kurumsal yönetim, standart bir bölüm olarak analitik çalışmaya dâhil edilmiştir.²⁷⁴

Kurumsal yönetim konusunda S&P'nin analitik yaklaşımında; pay sahipleri, kredi verenler, yöneticiler, şirket müdürleri, şirketi sigortalayan sigorta şirketinin yöneticileri ve çalışanları, politika yapıcılar, finansal aracılar, analistler ve akademisyenler yer almaktadır. Bir şirketin kurumsal yönetim uygulamaları ve politikalarının S&P'nin kurumsal yönetim kriterleri karşısındaki durumu ölçülmektedir. Uluslararası alanda uygulanan kurumsal yönetim uygulama ilkeleri, akademik olarak yapılan araştırmalar, yatırım incelemeleri, şirket uygulamaları ve S&P'nin 2000 yılından beri kriterlerin uygulanmasından elde ettiği kendi deneyimleri temel alınarak geliştirilmiştir. Buna göre, S&P tarafından 1 ile 10 arasında kurumsal yönetim skalası belirlenmiştir. En iyi kurumsal yönetim skorunu 10 sayısı, en kötü kurumsal yönetim skorunu da 1 sayısı ifade etmektedir.²⁷⁵

S&P tarafından yapılan tanımlamada, hem şirketin pay sahipleri hem de şirkete kredi veren kreditorler finansal hak sahibi olarak kabul edilmektedir. Bir şirketin kurumsal yönetim sürecinin kalitesi, hem şirketin sözleşmeden doğan finansal yükümlülüklerini yerine getirip getiremediğini, hem de pay sahipleri için şirketin mal varlığını artırıp

²⁷³ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.71.

²⁷⁴ S&P, "GAMMA Criteria 3",

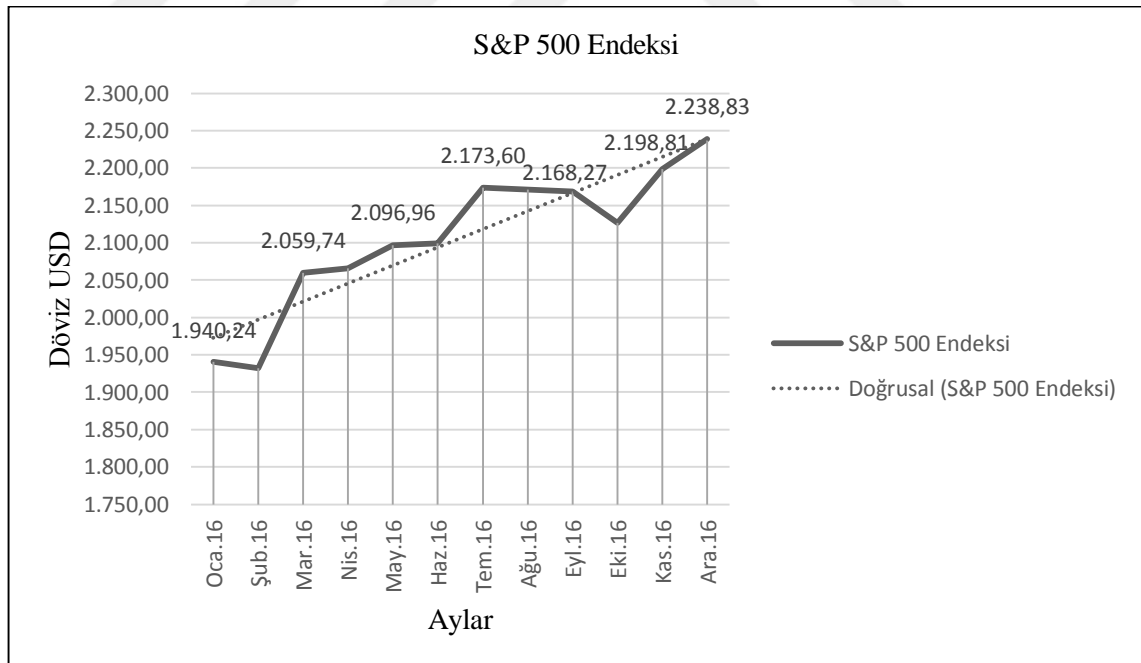
http://www2.standardpoors.com/spf/pdf/equity/GAMMA_Criteria_3.pdf, Nisan 2009, s.2.

²⁷⁵ S&P, "General Criteria Corporate Governance Scores And Evaluations Criteria, Methodology, And Definitions", Nisan 2009.

artıramadığını ve dolayısıyla tatmin edici bir kâr dağıtımını gerçekleştirip gerçekleştirmediğini göstermektedir.²⁷⁶ Bahsedilen ifade GAMMA skorunu tanımlamaktadır. Yukarıdaki derecelendirme başlığında GAMMA hakkında detaylı bilgi verilmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme not aralıkları da yukarıdaki bölümde çizelge halinde ifade edilmiştir.

S&P kurumsal yönetim hizmeti iki bölümden oluşmaktadır. Şirket puanı ve ülke yönetim puanı olarak inceleme gerçekleştirmektedir. Şirket puanını, bir şirketin etkileşiminin etkinliğini ölçmek üzere yapılmaktadır. Bunu yaparken yönetim, yönetim kurulu, hissedarlar ve diğer paydaşlar göz önünde bulundurulmaktadır. Bir şirketin iç yönetim yapısı ve süreçlerine odaklanmaktadır. Ülke yönetim incelemesinde ise, yasal, düzenleyici bilgilendirme ve Pazar altyapısının etkinliği üzerinde durulmaktadır. Bu, makro seviyedeki dış güçlerin bir şirketin kurumsal yönetim kalitesini nasıl etkileyebileceği üzerine odaklanmaktadır. S&P tarafından ABD’de en büyük 500 şirketin kurumsal şeffaflık değerlendirilmesi aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

Şekil 30: S&P 500 Endeksi'nin Performansının Karşılaştırılması



Şekilde görülen S&P 500 Endeksi, Amerika'nın en büyük 500 şirketinin işlem gördüğü endeksi ifade etmektedir. Bu endeksteki şirketler değerlendirildiğinde, NYSE US 100 ve

²⁷⁶ Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, s.73.

NYSE Composite Endeksi'nde buldukları ve oradaki hesaplanma yöntemlerine göre piyasa değerlerinin belirlendiği görülmektedir. Uygulama ve karşılaştırma bakımından, bu endekste yer almaları o şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulamadıkları anlamına gelmemektedir.

Bu çalışmanın endeks karşılaştırmasından çıkarılacak sonuç, kurumsal yönetimin gelişmekte olan piyasalar için gelişmiş piyasalara oranla daha önemli bir etken olduğu, gelişmekte olan piyasalarda kurumsal yönetimin şirket performansına etkisinin belirgin düzeyde olduğu tespit edilmiştir. Yukarıdaki şekillerde de ifade edilmek ve gösterilmek istenen Türkiye gibi piyasaının gelişmekte olduğu bir ülkenin kurumsal yönetim ilkelerini benimseyerek BİST bünyesinde kurumsal yönetimin kolay takibini yapabilmek adına XKURY'un oluşturulmasıdır.

Aynı zamanda kurumsal yönetimin zaten varlığının hüküm sürdüğü ABD ve İngiltere piyasalarının kurumsal yönetim üzerine odaklı olmuş olmasından kaynaklı oturmuş bir ilerleme görülmektedir. Bu ülkelerde gelişmiş bir piyasa mevcut olduğundan şirket performanslarının kurumsal yönetime bağlanması olağan ve olması gereken olarak görülmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, kurumsal yönetim kökenli bir değişim ve gelişimi başlatmaktadır. Bu yüzden de gelişmekte olan bir ülkenin kurumsal yönetimi temeline yerleştirmesi gelişmiş piyasalardan daha büyük bir etki yaratmaktadır.

Hangi ülke olursa olsun, kurumsal yönetim denildiğinde akla gelen kavramların şirketlere yardımcı bulunacağı hususlar vardır. Ortaklar açısından; bir şirketin şeffaflık düzeyini tespit etmek, yönetimin ortak haklarının gözetiminde ve yatırım kararı almalarında yol göstermektedir. Kreditörler açısından; yönetimin finansal menfaat sahiplerinin haklarını gözetme seviyesini tespit etmek, borç verme ve kredi açma gibi kararlarında derecelendirme notlarından yararlanılmaktadır.

Derecelendirme notlarından aynı zamanda yönetim kurulu ve yöneticiler de mevcut yönetim uygulamalarının nispi başarısını tespit etmek ve benchmark olarak faydalanmaktadır. Düzenleyici otoriteler ve borsalar açısından bakıldığında, piyasaların düzenlenmesinde, iyi yönetim ve şeffaflık uygulamalarını teşvik edilmesinde ve endekslere veya pazarlara katılım şartı olarak bu notları baz almaktadır. Hükümetler ise, ülkelerindeki kurumsal yönetim uygulamalarını diğer ülkelerle karşılaştırmak, konuya ilişkin eksiklikleri gidermek suretiyle daha fazla yabancı yatırım çekmek gibi durumlar

için uluslararası kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeye dâhil ettikleri şirket notlarından yararlanılmaktadır.

Çalışmada yer alan üç ülkenin kurumsal yönetimlerinin tarihi gelişimleri, borsalarında yer alışları, şirketlerinin kurumsal yönetimi uygulamaları, derecelendirmeye tabi oluşları ve bu belirlenen ülkelerin bu konularda detaylı karşılaştırılması yapılmıştır. Unutulmaması gereken ABD ve İngiltere'nin gelişmiş Türkiye'nin ise gelişmekte olan bir ülke olmasıdır.



DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Çalışmanın geldiği nokta, gelişmekte olan ve gelişmiş ülke borsalarının kurumsal yönetim uygulamaları ister tek ister bağımsız ve tüm endekslerinde uyguladıkları görülmüştür. Çalışmanın karşılaştırmalı gözlem ve incelemeye dayanması neticesinde, konu dışı değerlendirme yapılmamıştır. Ancak, ülkelerin borsa işlemcileri tarafından kurumsal yönetimin ne denli işletmeler tarafından uygulandığı üzerinde durulmuştur. Aynı zamanda, işletmeler tarafından kurumsal yönetimin hangi boyutlarının ağırlıklı uygulandığı ve bunun endeks değerlerine nasıl yansıtıldığı değerlendirilmiştir. Görülmüştür ki, Türkiye'nin BİST bünyesinde oluşturmuş olduğu XKURY, tamamen şirketlerin kurumsal yönetim uyum notları baz alınarak piyasa değeri oluşturmuştur.

ABD borsalarındaki inceleme sonucunda, borsa bünyelerinde mevcut endeks gruplarının kurumsal yönetimi şirketlerin endekslere giriş kriteri olarak oluşturdukları ve uyguladıkları görülmüştür. Bunun dışında uluslararası derecelendirme kuruluşlarının şirketlerin kurumsal yönetim ağırlıklarına göre verdikleri notlar karşılığında kurumsal yönetimin genel değerlendirmesi yapılmıştır. İngiltere'nin de kurumsal yönetim uygulamalarını borsalarında mevcut endekslerine dâhil olacak şirketlerine uygulattığı sonucuna varılmıştır. Bu sonuç neticesinde, ülkedeki şirketler, borsaya kote olabilmek için öncelikle kurumsal yönetimin gerektirdiği kriterlere sahip olmalıdır. Ancak bu şekilde borsaya dâhil olabileceği ve endeks gruplarında yerinin olabileceği kıstası getirilmiştir.

Ülkelerin kurumsal yönetimi uygulama şekilleri göz önüne alındığında, gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye'nin kurumsal yönetimi borsasında direk bir endeks olarak piyasaya dâhil etmesi, ülkenin kurumsal yönetimi ülkeyle paralel bir gelişim göstermek üzere tasarlanmak istenilmesinden kaynaklanmaktadır. Türkiye'nin kurumsal yönetiminin geçmişine bakıldığında, köklü ve ülkeye yerleşmiş olmadığı geride bırakılan 2016 yılında da kendisini göstermiştir. Ancak, bu demek değildir ki ülkede kurumsal yönetim uygulamaları yok denecek kadar az aşama kaydetmiştir. Bahsedilen bu ifadenin kurumsal yönetimin ülke genelinde gelişime açık olduğu yapılan birçok araştırma ile kanıtlanmıştır.

KAYNAKÇA

Aggarwal, Reena; Erel, Isil; Stulz, René; Williamson, Rohan G.: Differences in Governance Practices Between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes and Consequences, <http://faculty.msb.edu/aggarwal/intlgovernance.pdf>, Aralık 2016.

Akın, Adnan; Aslanoğlu, Suphi: "İşlevsel ve Yapısal Açından Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim İşleyişi", Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi, Sayı 61, 2007.

Akyüz, Bayram: "Kurumsal Yönetim ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri", Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi, Cilt 2, Sayı 2, 2009.

Alayoğlu, Nihat: Aile Şirketlerinde Yönetim ve Kurumsallaşma, MÜSİAD Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2003.

Altan, Ozan: G20/OED Kurumsal Yönetim Forumu, <http://blog.isyatirim.com.tr/g20oecd-kurumsal-yonetim-forumu>, İş Yatırım, Nisan 14, 2015.

Altın, Uğur: Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim Kavramı ve Türkiye Uygulaması, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2006.

Anderson, R. A.; vd,: Business Law and the Legal Environment, Ohio 1999.

Ashbaugh, Hollis; Collins, W. Daniel; Lafond, Ryan: "Corporate Governance and The Cost of Equity Capital", The Accounting Review, Vol.72(3), 2004.

Bolat, Ufuk: Kurumsal Yönetim İlkelerine ve Kurumsal Yönetim Endeksine Tabi Olmanın İşletmenin Piyasa Değerine Etkileri, Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Haziran 2011.

Borsa İstanbul A.Ş.: Endeksler, <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/-endeksler-/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=10>, 25.09.2016.

Borsa İstanbul A.Ş.: İMKB Pay Endeksleri Temel Kuralları, İstanbul, 2014.

Botosan, Christine: "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", The Accounting Review, Vol.27, Iss 3, 1997.

Botosan, Christine; Plumlee, Marlene: "A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital", Journal of Accounting Research, 2001.

Brian Singleton-Green: "Enron: Dolandırıcılık Sistemi Nasıl Çalıştı", Çev. Cengiz Toraman, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim 2002.

Calder, Alan: Corporate Governance: A Practical Guide To The Legal Frameworks And International Codes Of Practice, 1. Baskı, İngiltere: Kogan Page Limited, 2008.

Can, Mustafa: Küreselleşen Dünyada Farklı Perspektiflerden Kurumsal Yönetim İlkeleri, Gazi Kitabevi, Ankara, 2015.

Cavlak, Hakan: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve Kurumsal Yönetim İlişkisi: Kurumsal Yönetim Endeksi'ne Tabi Şirketlerde Bir Anket Çalışması, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul, 2015.

Cernat, Lucian: "The Emerging, European Corporate Governance Model: Anglo – Saxon, Continental, Or Still The Century of Diversity? ", Journal of European Public Policy, February, 2004.

Chen, Kevin C.W.; Chen, Zhihong; Wei, K. C. John: "Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital", Journal of Corporate Finance, 2009.

Çatıkkaş, Özgür: Kurumsal Yönetim İlkeleri, Marmara Üniversitesi, Sürekli Eğitim Merkezi, İstanbul, 2013.

Çonkar, M. Kemalettin; vd.: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi İle Ölçümü Ve Kurumsal Yönetim Notu İle Analizi, Afyonkarahisar, 2010.

Dağlı, Hüseyin; Ayaydın, Hasan: Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği, 2007.

Daines, Robert M.; Gow, Ian D.; Larcher, David F.: Rating the Ratings: How Good Are Commercial Governance Ratings?, Working Paper, Haziran 2008.

Darman, Güler Manisalı: "Kurumsal Yönetimde Dünyadaki Gelişmeler Kurumsal Yönetim Endeksi Ve Kurumsal Yönetim Reytinci", Kurumsal Yönetim Bildiri Kitabı, 4.Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, TOBB Ekonomi Ve Teknoloji Üniversitesi, TŞOF Plaka Maybaacılık, 2005.

Darman, Güler Manisalı: Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye, Ankara, Afşaroğlu Matbaası, 2008.

Darman, Güler Manisalı: Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Yakınsamaya Hukuksal Düzenleme ve Piyasa Dinamiklerinin Etkisi, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Ankara, 2009.

Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları, İstanbul, 2007.

Demircan, Aslan Savaş: Sarbanes Oxley Yasası (2002) ve Bağımsız Denetime Etkileri, Trakya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Edirne, 2007.

Doğan, Mustafa: Kurumsal Yönetim, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2007.

Doğan, Yahya: Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Özelleştirme, Fakülteler Kitabevi, İzmir, 1993.

Duran, Mahmut: "İngiltere'den Kit'ler ve Özelleştirme Uygulamaları", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl 22, Sayı 3, Mart, 1985.

Elitaş, Cemal; Yıldız, Feyyaz; vd.: Kurumsal Yönetim Endeksi: Kredi Derecelendirmesi Üzerine Bir Model Önerisi, Ankara, Gazi Kitabevi, 2012.

Eminoğlu, Cafer: Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance), On İki Levha Yayıncılık A.Ş, İstanbul, Eylül, 2014.

Erdoğan, Niyazi: Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Uygulamaları Kamu Bankaları Deneyimi, **Dünya ve Türkiye'de Finansal Krizler**, Yaklaşım Yayınları, Haziran 2002.

Ernst&Young Building a Better Working World: Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Yıllık Faaliyet Raporları, Türkiye, Ocak, 2017.

Eskişehir Anadolu Üniversitesi: Açıköğretim Fakültesi, Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar, 2011.

ETF.COM: FTSE, ISS Launch New Corporate Governance Indexes, <http://www.etf.com/sections/features/291.html>, December 14, 2004.

Ettredge, Michael; Richardson, Suzan Scholz: "Dissemination of Information for Investors at Corporate Websites", Journal of Accounting and Public Policy, 2002.

Epps, Ruth W.; Cereola, Sandra J.: "Do Institutional Shareholder Services Corporate Governance Ratings Reflect A Company's Operating Performance?", Critical Perspectives on Accounting, Aralık 2008, Cilt 19, No. 8.

Fahy, Martin; Roche, Jeremy; Weiner, Anastasia: Beyond Governance: Creating Corporate Value Through Performance, Conference and Responsibility, 1. Baskı, İngiltere: John Wiley & Sons Ltd., 2005.

Financial Reporting Council: Final Draft The UK Corporate Governance Code, April 2016.

Financial Reporting Council: Enhancing Confidence In Audit: Revisions To The Ethical Standard, Auditing Standards, UK Corporate Governance Code And Guidance On Audit Committees, September 2015.

Financial Reporting Council: The UK Corporate Governance Code, September 2014.

Financial Reporting Council: The Impact And Implementation Of The UK Corporate Governance And Stewardship Codes, December 2011.

Financial Reporting Council: The UK Corporate Governance Code, June 2010.

Financial Reporting Council: Review Of The Effectiveness Of The Combined Code Progress Report And Second Consultation, July 2009.

Financial Reporting Council: The Combined Code On Corporate Governance, June 2008.

Financial Terms Dictionary: What Is The Financial Times Stock Exchange?,
<https://www.financial-dictionary.info/terms/financial-times-stock-exchange-ftse/>,
 December 6, 2016.

Finans Danışmanım: <http://www.finansdanismanim.com/gozalti-pazari-nedir-gozalti-pazari-islem-saatleri-nedir-hisse-senetleri-neden-gozalti-pazarina-alinir/> (erişim: 09.09.2016), 2015.

Franks, Julian; Mayer, Colin: Corporate Governance In The UK – Contrasted With The US System1, CESifo Forum 3/2002, 2002.

FTSE ISS CGI Series Research Report: FTSE ISS Corporate Governance Rating And Index Series - Measuring The Impact Of Corporate Governance On Global Portfolios, April 2005.

FTSE Russell: FTSE UK Index Series, http://www.ftse.com/products-/indices/uk?_ga=1.167848993.1229094889.1483724476 ,2017.

FTSE Russell: Guide to Calculation Methods for the FTSE UK Index Series, http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_UK_Index_Series_Guide_to_Calc.pdf, October 2015, s.4-5.

Giles, Jill P.; Venuti, E.K.; Jones, R.C.: "The PCAOB and Convergence of the Global Auditing and Accounting Profession", The CPA Journal, 2004, Vol.74 No.9.

Güçlü, Hakan: Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, İstanbul, Ufuk Reklamcılık Matbaacılık, 2010.

Güçlü, Hakan: Kurumsal Yönetim İlkelerinin Kısa Tarihi, <http://www.hakanguclu.com/kurumsal-yonetim/kurumsal-yonetim-ilkelerinin-kisa-tarihi/> , Ocak 2017.

Güzeldere, Harun: Kurumsal Şeffaflık, Firma Değeri ve Firma Performansları İlişkisi: BİST İncelemesi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finans Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2014.

Hartman, Thomas E.: "The Cost of Being Public in The Era of Sarbanes-Oxley", Foley&Lardner, June, 2005.

Hilzenrath, David S.: Investor Adviser ISS Is Sold to RiskMetrics, Washington Post, 2 Kasım 2006, <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/-2006/11/01/AR2006110103179.html> , Ocak 2017.

Institutional Shareholder Services: The Global Leader in Corporate Governance & Responsible Investment, <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/> 2016.

Ipsen, Erik: How to Account for Maxwell Scandal, http://www.nytimes.com/1991/12/10/business/worldbusiness/10iht-max__2.html The New York Times, December 10, 1991.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası: Kurumsal Yönetim Endeksi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İstatistik Müdürlüğü, İstanbul, 2010.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası: Halka Arz ve İMKB’de İşlem Görme, İstanbul, 2008.

Jackson, Gregory: “Understanding Corporate Governance In The United States”, An Historical and Theoretical Reassessment, Arbeitspapier 223.

Kayacan, Murad: "Ulusal Sermaye Piyasalarımızda Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi ve Etik", İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Yönetim ve Etik Konferansı, 2007.

Kılıç, Saim: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, Cilt: 48, Sayı: 552, 2011.

Kızıroğlu, O. Kaan: Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uygulamalarının Esasları, Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonomi Hukuku, Tezli Yüksek Lisans Projesi, 2005.

Koehn, Jo Lynne; Vecchio, Stephen C. Del: "Ripple Effects of the Sarbanes-Oxley Act", The CPA Journal, February, 2004, Vol.74 No.2.

Kolcuoğlu, Umut; Barlas, Mahmut: Birleşmeler, Devralmalar ve Etik Riskler, <http://www.tice.org.tr/birlesmeler-devralmalar-etik-riskler/> , 2016.

Kula, Veysel: Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği, Papatya Yayıncılık, 2006.

Kurt, Mustafa; Kayacan, Murat: "Bir Yönetim Pratiği Olarak Kurumsal Yönetim ve Türkiye'de Yayılımı", Türkiye'de İşletmecilikte Yeni Perspektifler, Ankara, 2007.

Larcker, David; Tayan, Brian: Corporate Governance Matters, A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences, Pearson Education, Inc. Publishing as FT Press Upper Saddle River, New Jersey, 2011.

Levent, Cüneyt: Kurumsal Yönetim, <http://cuneytlevent.com/index.php/-kurumsal-yonetim-ilkeleri>, 25.06.2016.

LEXOLOGY: "Significant Amendments to Delaware General Corporation Law Enacted", Holland & Knight Securities Bulletin, August 5, 2013.

London Stock Exchange PLC, RSM Robson Rhodes LLP: Corporate Governance A Practical Guide, <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/listing/practical-guide-to-corporate-governance.pdf>, July 2004.

Luo, Yadong: "Corporate Governance and Accountability in Multinational Enterprises: Concepts and Agenda ", Journal of International Management, Vol.11, 2005.

Mallin, Christine A.: Corporate Governance, Published In The United States By Oxford University Press Inc., New York, 2004.

Mallin, Christine A.: Handbook On International Corporate Governance Country Analyses, 1.Baskı, İngiltere: Edward Elgar Publishing Ltd., 2006.

Mallin, Chris; Mullineux, Andy; Whilborg, Clas: The Financial Sector and Corporate Governance: The UK Case, Corporate Governance: An International Review, Temmuz 2005, Cilt:13, No:4.

Mason, Tom: "Corporate Governance in Agricultural Co-operatives", 2005 Scholarship Report, 31 Ocak 2006.

Metropolitan Corporate Counsel: Corporate Governance In The UK And U.S. Comparison, 2008.

Monks, Robert A. G.; Minow, Nell: Corporate Governance, 3.b., İngiltere: Blackwell Publishing Ltd., 2004.

Moore, Scott; Porter, Gary E.: An Examination of the Relationship Between Corporate Governance Regime and Corporate Performance, Ocak 2007.

Morck, Randall K.: "A History of Corporate Governance Around The World: Family Business Groups to Professional Managers", A National Bureau of Economic Research Conference Report, 1.b. Chicago: The University of Chicago Press, 2007.

Morck, Randall K.; Steier, Lloyd: A History of Corporate Governance Around The World: Family Business Groups to Professional Managers, University of Chicago Press, November, 2005.

National Association of Pension Funds (NAPF) Limited Investment Council: Corporate Governance Policy: Policy and Voting Guidelines for AIM Companies, 2008.

New York Stock Exchange: NYSE: Corporate Governance Guide, Published by White Page Ltd., December 2014.

New York Stock Exchange: Methodology Guide for NYSE Indexes, February 2004.

New York Stock Exchange: NYSE Composite Index Methodology Guide, 2004.

Odabaşı, Cahit; Ergen, Hasan: Bağımsız Denetimde Kamu Gözetimi ve Skandallar, Muhasebe ve Denetim Dünyası, İstanbul, Ankara.

OECD: "G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri", OECD'nin G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanlarına Raporu, 2015.

OECD: G20/OECD Principles of Corporate Governance (Turkish version), OECD Publishing: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264257443-tr> , Paris, 2016.

OECD: Principles of Corporate Governance, 2004.

Okay, Esin: "Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Türkiye'de Kurumsal Yeniden Yapılandırma ve Mali Ortamın İyileştirilmesi", Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi, Sayı 42, 2014.

Owen, Geoffrey; Kirchmaier Tom; Grant, Jeremy: Corporate Governance In The US And Europe: Where Are We Now?, 1. Baskı, İngiltere: Palgrave, 2005.

Özelleştirme İdaresi Başkanlığı: 1986-2016 Dönemi Gerçekleştirilen Özelleştirme İşlemleri, http://www.oib.gov.tr/program/uygulamalar/yillara_gore.htm, 2016.

Özilhan, Tuncay: "Özel Sektörün İhtiyacı: Kurumsal Yönetim", Görüş Dergisi, Mart 2002.

Özkorkut, Korkut: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2007.

Öztürk, M. Başaran; Demirgüneş, Kartal: "Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye", 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi Bildiri Kitabı, 13-14 Mayıs 2005, s:121.

Paslı, Ali: Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2005.

Paul, Weiss, Rifkind, Wharton&Garrison LLP: "2013 Amendments to the Delaware General Corporation Law and LLC Act", Client Memorandum, July 23, 2013.

Price, J. Clarke: "ABD'de CPA'ların Karşılaştığı Sorunlar Meydan Okuyuşlar ve Fırsatlar", Muhasebe Finansman Dergisi, 2006, Sayı:29.

Rebérioux, Antoine: "The End of History in Corporate Governance? A Critical Appraisal", Amsterdam Research Centre for Corporate Governance Regulation Inaugural Workshop, 17-18 Aralık 2004.

Richardson, Alan; Welker, Michael J.: "Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital", Accounting, Organizations and Society, 2001.

RiskMetrics Group, Inc.: Corporate Governance Quotient CGQ, <http://www.riskmetrics.com/-cgq> , Ocak 2017.

RiskMetrics Group, Inc.: Business Practices Policies, <http://www.riskmetrics.com/-/history>, Aralık 2016.

RiskMetrics Group, Inc.: Frequently Asked Questions About Corporate Governance Quotient, <http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/CGQ%20FAQ.-pdf>, Aralık 31.

Ryan, Patrick S.: "Will There Ever Be a Delaware of Europe?" , Columbia Journal of European Law 11: 187.

SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.: "Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Notlarının Anlamı", www.saharating.com, Ocak 2017.

SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.: "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Süreci", www.saharating.com, Ocak 2017.

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Metodolojisi, 2016.

SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.: Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi, <http://www.saharating.com/~saharati/dunya-kurumsal-yonetim-endeksi/>, Temmuz 2016.

SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), <http://www.saharating.com/~saharati/bist-kurumsal-yonetim-endeksi-xkury/>, 2016.

Sandıkçioğlu, Ayça: Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ortaklıklar Dairesi Finansmanı, 2005.

Sarısu, Ayhan: Dünya’da ve Türkiye’de Özelleştirme: Genel Bir Değerlendirme, Asomedy Dergisi, Kasım 2003.

Sayer, Günay: Kamu İşletmelerinin Özelleştirilmesi-Britanya Örneği, Yıl 8, Sayı 88, Haziran 1986.

Sermaye Piyasası Kurulu: Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ Seri: IV, No:41, <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2008319&subid=0&ct=c>.

Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, vd.: Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, Şubat, 2016.

Sıvacioğlu, Can Mert: Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasalarındaki Ölçülebilir Etkileri ve Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2008.

Solomon, Jill; Solomon, Aris: Corporate Governance And Accountability, Jhon Wiley & Sons Ltd., Londra, 2005.

Soydemir, Selim; Akyüz, Abdullah: Sermaye Piyasası ve Borsa, 1. Baskı, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2015.

Spending, Linda S.: The Due Diligence Handbook Corporate Governance, Risk Management and Business Planning, 1. Baskı, ABD: CIMA Publishing, 2009.

Standart & Poor's: GAMMA Governance, Accountability, Management Metrics and Analysis, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/equity/gamma_eng_2.pdf, Aralık 2016.

S&P: GAMMA Criteria 3, http://www2.standardpoors.com/spf/pdf/equity-/GAMMA_Criteria_3.pdf, Nisan 2009.

S&P: "General Criteria Corporate Governance Scores And Evaluations Criteria, Methodology, And Definitions", Nisan 2009.

Standard and Poors: Kurumsal Yönetim Rating Metodolojisi, Temmuz 2003.

Standart & Poor's Governance Services: Standart & Poor's Corporate Governance Scores, Criteria, Methodology And Definitions, July 2002.

Tackett, James: "Sarbanes Oxley and Audit Failure Critical Exanamination", Managerial Auditing Journal, 2004, Vol.19, No.3.

Tekinalp, Ünal: Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Cilt 2, İstanbul, 2008.

The Corporate Social Responsibility Newswine: FTSE and ISS Launch New Corporate Governance Index Series, http://www.csrwire.com/press_releases/23597-FTSE-and-ISS-Launch-New-Corporate-Governance-Index-Series, Dec 13, 2004.

The NASDAQ Stock Market Inc.: Corporate Governance Guidelines For The Board Of Directors, January 18, 2006.

TKYD: "Nedir Bu Kurumsal Yönetim? ",Deloitte-Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Ortak Yayını, İstanbul, 2007.

Toraman, Cengiz; Körpi, Mehmet: Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası Ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan, 2015.

TÜSİAD: Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, 2002, <http://www.tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/1877-kurumsal-yonetim-en-iyi-uygulama-kodu--yonetim-kurulunun-yapisi-ve-isleyisi>, 2016.

UKESSAYS: Corporate Governance UK USA, <https://www.ukessays.com/essays/business/corporate-governance-uk-usa.php>, Birleşik Krallık, Mart 23, 2015.

United Nations: "Guidance On Good Practice In Corporate Governance Disclosure", United Nations Conference Trade and Development, Mart 2006.

University Of Gujrat: Polly Peck Scandal, Pakistan, page 5.

Unternehmensmitbestimmung und Unternehmenssteuerung, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf, Oktober 2010.

U.S. Securities and Exchange Commission: Policy Measures To Rebuild Confidence In Financial Markets And To Improve Governance Of And By Institutional Investors-USA: Recent Corporate Governance Developments, 7 Nisan 2003.

Uyar, Süleyman: "Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim Anlayışının Önemi", Mali Çözüm Dergisi, Sayı:66, 2004.

Uzgun, Banu: Yatırımcı İlişkilerinin Önemi ve Fonksiyonu, TÜYİD Yatırımcı İlişkileri Derneği Raporu, İstanbul, 2016.

Vikipedi: New York Menkul Kıymetler Borsası, https://tr.wikipedia.org/wiki/New_York_Menkul_K%C4%B1ymetler_Borsas%C4%B1, 5 Haziran 2016.

Yanardağ, M. Özgür; Süslü, Bora: Türkiye'de Özelleştirmenin Nedenleri ve Uygulamaları, Mevzuat Dergisi, Sayı 55, Temmuz 2002.

Yıldırım, Murat: Türkiye’de Kurumsal Yönetim Ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 2007.

Yılmaz, Metin: Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 2010.

Zekany, Kay E.; Braun, Lucas W.; Warder, Zachary T.: “Behind The Closed Doors At Worlcom: 2001” Issues İn Accounting Education Vol.19, No.1, February, 2004.

Waring, Kerrie; Pierce, Chris: The Handbook Of International Corporate Governance: A Definitive Guide, Institute of Directors, Kogan Page Ltd., 2005.

Weimer, J.; Pape J.: Taxonomy of Systems of Corporate Governance”, Corporate Governance, Vol: 7 Number: 2. 1999.

Wikipedia: FTSE Group, https://en.wikipedia.org/wiki/FTSE_Group, 2017.

Wikipedia: FTSE 100 Index, https://en.wikipedia.org/wiki/FTSE_100_Index 2017.

İNTERNET ERİŞİM KAYNAKLARI

<http://blog.isyatirim.com.tr>
<http://www.borsaistanbul.com>
<http://www.csrwire.com>
<http://dx.doi.org>
<http://www.etf.com>
<http://faculty.msb.edu>
<http://www.finansdanismanim.com>
<https://www.financial-dictionary.info>
<http://www.ftse.com>
<http://www.hakanguclu.com>
<https://tr.investing.com>
<https://www.issgovernance.com>
<http://www.londonstockexchange.com>
<http://www.nytimes.com>
<http://www.oib.gov.tr>
<http://www.riskmetrics.com>

<http://www.saharating.com>
<http://www.spk.gov.tr>
<http://www2.standandandpoors.com>
<http://www.tice.org.tr>
<http://www.tusiad.org>
<https://www.ukessays.com>
<http://www.washingtonpost.com>
<https://tr.wikipedia.org>



ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Esmâ URUÇBEY
Doğum Yeri ve Tarihi : Ankara – 09.03.1992

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Afyon Kocatepe Üniversitesi - Uluslararası Ticaret ve Finansman
Lisans Öğrenimi : Anadolu Üniversitesi – Kamu Yönetimi
Yüksek Lisans Öğrenimi : Ufuk Üniversitesi – Uluslararası Ticaret ve Finansman
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce
Bilimsel Faaliyetleri : Yabancı Yatırımların Uluslararası Korunması, Kadın Girişimciliği, Vadeli İşlem Opsiyon Borsası Değerlemesi

İş Deneyimi

Stajlar : Gümrük ve Ticaret Bakanlığı – Tüketicinin Korunması ve Tüketici Kredileri, Ekonomi Bakanlığı – Dış Ticaret, Ankara Reklam A.Ş.- Muhasebe & Finans
Projeler : Yabancı Yatırımların Uluslararası Korunması, Kadın Girişimciliği, Vadeli İşlem Opsiyon Borsası Değerlemesi
Çalıştığı Kurumlar : -

İletişim

E-Posta Adresi : esmaurucby@gmail.com

Tarih : 16.03.2017

